PALAVRA DO GESTOR

DEZEMBRO 2020

Bons retornos e haute cuisine: tudo a ver

Prezados investidores,

Nesta resenha, percorremos a segunda etapa da jornada que começou na segunda parte da resenha de agosto, divulgada em 25 de setembro, quando apresentamos 12 empresas integrantes de nossas carteiras. Agora, voltamos a apresentar fundamentos de empresas investidas, trazendo alguns nomes ainda inéditos. Nosso objetivo é transparência na relação com nossos investidores, que confiam em nossa gestão, mas ficam curiosos com os temperos usados pelo *chef*, que tornam tão diferentes os "sabores" que a eles servimos (claro que nos referimos ao desempenho de nossos fundos e às empresas que compõem as carteiras).

Bem, um desses temperos é o processo de avaliação que utiliza a ferramenta EVA – sigla em inglês que significa Valor Econômico Adicionado. Trata-se de um preceito básico na gestão de qualquer negócio. Um *chef* que cozinha sem arriscar arruinar o prato (destruir capital e valor dos recursos dos acionistas). Usamos muito também um condimento bastante fino: a observância às melhores práticas de ESG, o sal de todo alimento. Não economizamos na importância dada aos dividendos, nos quais está o real valor nutritivo do prato, mas que a maior parte dos investidores relega.

Nesta (extensa) resenha, mostraremos nossos temperos – mas não todos, claro; alguns fazem parte daqueles toques altamente especiais que formam a excelência de uma cozinha. Também não podemos entregar a receita – lógico: porções, quantidades e proporções são segredos do *chef* e de seus auxiliares. Mas o que apresentaremos certamente dará água na boca de nossos investidores, à medida em que os pratos forem sendo servidos ao longo dos meses – nas cotas de nossos fundos.

Nossos leitores poderão perceber, ainda, a diferenciação de nossa gestão, mediante cuidadosa análise das empresas, intensa pesquisa e conhecimento do *chef*, que há 38 anos atua *dans cette cuisine* (ou seja, atua neste mercado como analista e gestor de investimentos).

Nosso otimismo é grande em relação aos resultados que virão no 4T20 e 2021. Se não forem abalados por novos transtornos relevantes e imprevisíveis relacionados ao coronavírus, deverão ser ainda muito melhores do que os deste ano. O 3T20 só confirmou nossas expectativas, e recebemos com sorriso a maior parte dos resultados, embora em novembro o mercado tenha buscado apenas uma mesa no restaurante, sem olhar o cardápio.

Gourmets exigentes, no entanto, buscarão outros lugares, não pelo tamanho, mas pela qualidade dos pratos, pelo toque do *chef* e pelos serviços de todo o estabelecimento – a Trígono e sua estrelada equipe.

Bon appétit et bienvenue au Trigone

BrasilAgro – AGRO3

Quem nos acompanha sabe o quanto acreditamos no potencial do agronegócio brasileiro. O Brasil tem a maior área ainda agricultável do mundo e preserva 60% do seu território. Nesse contexto, a BrasilAgro atua como uma das maiores empresas brasileiras detentoras de terras agricultáveis. Sua principal estratégia de geração de valor é comprar propriedades subutilizadas ou não-produtivas e introduzir técnicas e práticas de manejo agrícola modernas e melhores para aumentar a produtividade. Isso valoriza as propriedades, que então são colocadas à venda em momentos oportunos. O resultado dessas vendas é realocado em novas propriedades e/ou distribuído aos acionistas por meio de dividendos.

Além do ganho com a venda da terra madura e desenvolvida, a companhia conta com fluxo de caixa operacional recorrente advindo da operação agrícola – cujo mix de produtos inclui cana-de-açúcar, soja, algodão, milho, pecuária e mais recentemente o feijão, que não pode faltar na mesa dos brasileiros. Detalhe: a BrasilAgro exportou recentemente feijão para a Índia, mercado de enorme potencial.

Terra agricultável no Brasil é um ativo que ganha valor ao longo do tempo: seu preço subiu 148% nos últimos 120 meses (contra 151% do CDI e 22,6% do IBOV). Quando submete a terra a desenvolvimento e transformação, a BrasilAgro monetiza seu portfólio com impressionantes TIRs (Taxa Interna de Retorno) de 14% a 27%. Em relação aos resultados financeiros nos últimos dois anos, no início da safra 2016/17 a BrasilAgro fez um planejamento estratégico para reduzir a volatilidade dos resultados das operações agrícolas e maximizar a combinação de seu retorno operacional e imobiliário. Dessa forma, o portfólio de terras foi organizado para manter:

- 1/3 das fazendas desenvolvidas – prontas para serem vendidas;
- 1/3 em desenvolvimento – para trazer resultado operacional recorrente com produção agrícola; e
- 1/3 não desenvolvidas – nas quais há maior comprometimento de CAPEX para gerar valor no longo prazo.

Esse equilíbrio operacional entre resultado agrícola e imobiliário é muito bem visto pelo mercado, especialmente por se tratar de *commodities*, muito expostas a volatilidades geopolíticas e climáticas. Nesse novo modelo, no ano safra 2017/18, foram gerados EBITDA de R$ 134,7 milhões e lucro líquido de R$ 126 milhões, aumentos de 217% e 363% em relação ao período anterior, respectivamente. A safra 2018/19 encerrou-se com recorde de produção de grãos no Brasil, mas enfrentava um contexto recheado de incertezas – medidas de tabelamento do frete, greve de caminhoneiros, guerra comercial entre EUA e China e redução da demanda chinesa por grãos (reflexo do alastramento da peste suína africana). Nesse ano, a BrasilAgro reportou lucro líquido de R$ 177 milhões e EBITDA ajustado de R$ 205 milhões, aumentos de 40% e 43% em relação ao ano anterior, respectivamente. Isso porque a o resultado imobiliário foi protagonista por meio da venda de 13.011 hectares, com valor nominal total de R$ 238 milhões, o que representa ganho de R$ 143 milhões, com TIRs entre 13,8% e 22,3%.

Isso mostra a destreza estratégica da companhia para mitigar os efeitos de externalidades negativas sobre o resultado operacional agrícola por meio da operação imobiliária – e sem perder rentabilidade.

O encerramento da safra 2019/20 também foi marcado por grandes incertezas, trazidas conforme avançava a pandemia do coronavírus. O agronegócio mostrou-se fundamental para garantir o abastecimento de alimentos à população durante a crise. No entanto, no 2T20 (encerramento do ano-safra 2019/20) a companhia reportou resultado mais fraco que o do ano-safra anterior.

Explicam esse desempenho:

• A política de *hedge*: a companhia sofreu impacto negativo relevante no seu resultado financeiro devido à volatilidade cambial do período. O efeito – esperado e não-recorrente – afetou também empresas exportadoras com exposição cambial e que realizaram *hedge*, dada a expectativa de valorização do real após as reformas (notadamente a da Previdência).

•Além disso, no começo da pandemia, a companhia antecipou vendas de produtos agrícolas para preservar caixa – o que aumentou a exposição à volatilidade dos preços das *commodities*, especialmente da cana-de-açúcar, que sofria com a forte queda da demanda que tanto afetou o preço do petróleo.

• Por fim, o principal impacto negativo no ano-safra corrente foi um resultado imobiliário 60% menor (R$ 72 milhões, ante R$ 177 milhões na safra anterior) devido a uma venda 75% menor de terras (3,2 mil ha, ante 13 mil ha na safra anterior), fato normal, pois a empresa aguardava melhores preços e oportunidades de compras também.

Para explicar essa estratégia é preciso recordar como a lei da oferta e da demanda afeta os preços dos ativos: quando há abundância de oferta (ou seja, quando todos querem vender) os preços caem. Quando há escassez, os preços sobem. A BrasilAgro – que conhece muito bem essa lei – procura maximizar suas taxas de retorno na venda de terras desenvolvidas, limitando a venda das propriedades, ou seja, tornando a oferta mais escassa, ao mesmo tempo que busca comprar quando o mercado está ofertado.

Em relação ao resultado do primeiro trimestre do ano-safra 2020/21, a BrasilAgro voltou a reportar resultado operacional agrícola consistente: lucro líquido de R$ 75,7 milhões e EBITDA de R$ 68,2 milhões, refletindo uma receita líquida de R$ 282 milhões (esta, por sua vez, composta por R$ 6,8 milhões da venda de fazendas e R$ 222 milhões da venda de produtos agrícolas). Até o momento (nov/2020), a companhia já havia embarcado 100% da soja, 84% do milho e 14% do algodão vendidos.

Do ponto de vista logístico, o recebimento dos insumos está dentro do cronograma – mais de 50% do adquirido já foram entregues para o início do plantio. Além disso, as chuvas caminham para a regularidade nas regiões das fazendas produtivas da companhia, o que contribui para normalização do plantio e da próxima safrinha de milho. As operações de cana-de-açúcar seguem sem impactos, sendo que as usinas não interromperam atividades e os preços se recuperaram, apesar da volatilidade inicial. No Paraguai, frigoríficos reabriram e retomaram a venda de proteína animal. A companhia volta a operar em condições menos turbulentas e estima produção de 345,5 mil toneladas de grãos e algodão e de 1,9 milhão de toneladas de carne para a safra 2020/21 – isso com câmbio já 73% definido em R$ 5,23 (o que é 77% maior que o travado na safra anterior).

A ESALQ (Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz da USP) estima que, na próxima década, 50% da oferta de alimentos virão do aumento da produtividade de terras e 50%, da abertura de novas áreas agrícolas, sendo que 40% desse potencial estão na América do Sul. Assim, consideramos a BrasilAgro muito bem posicionada em termos geográficos e estratégicos no principal vetor de crescimento agrícola desse período. A quem se interessar em saber mais sobre as projeções agrícolas para a próxima década, fizemos uma *live* com André Guillaumon e Gustavo Lopez, CEO e CFO da empresa, respectivamente, e trouxemos dados bem interessantes sobre o tema.

Comgás – CGAS5

Empresa concessionária de distribuição de gás natural encanado em regiões do Estado de São Paulo, inclusive a metropolitana da capital. A Comgás apresentou ótima evolução de lucratividade nos últimos dois anos, considerando que se trata de uma empresa de *utilities*, e melhorou substancialmente sua estrutura de capital. A

companhia tem feito grandes investimentos na expansão da sua malha de gasodutos, com foco no segmento residencial (que apresenta as maiores margens). Assim, tem aumentado seus resultados de forma consistente. A retomada do crescimento da economia local também tem ajudado a aumentar o consumo do segmento industrial. O advento da prática de *home-office* tem levado a novos hábitos de consumo no setor residencial, favorecendo os resultados nessa área, ainda que prejudique o consumo de restaurantes, padarias e lanchonetes. Atual investimento relevante é o gasoduto Subida da Serra, que suprirá o transporte de gás do terminal GNL de Santos, com previsão para início da operação no 1T22. Com capacidade de regaseificar 16 milhões m^3/dia (equivalentes a 20% da demanda nacional e 80% da demanda atual da companhia), essa nova fonte de gás será um marco importante para a empresa, ao reduzir a dependência do gás da monopolista Petrobras, vendido a preços muito acima dos que seriam praticados num mercado competitivo.

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20
COMGÁS - CGAS5											
Receita Líquida (R$ milhões)	**1.431**	**1.593**	**1.901**	6.840	**2.060**	**2.339**	**2.586**	9.514	**2.307**	**1.882**	**2.220**
Crescimento (% ano)	*25%*	*17%*	*24%*	*23%*	*44%*	*47%*	*36%*	*39%*	*12%*	*-20%*	*-14%*
EBITDA Normalizado (R$ milhões)	**437**	**491**	**546**	1.938	**499**	**578**	**650**	2.217	**579**	**481**	**643**
Margem (%)	*30,6%*	*30,8%*	*28,7%*	*28,3%*	*24,2%*	*24,7%*	*25,1%*	*23,3%*	*25,1%*	*25,5%*	*29,0%*
Lucro Líquido Normalizado (R$ milhões)	**219**	**219**	**293**	1.002	**241**	**307**	**373**	1.198	**314**	**227**	**292**
Margem (%)	*15,3%*	*13,8%*	*15,4%*	*14,7%*	*11,7%*	*13,1%*	*14,4%*	*12,6%*	*13,6%*	*12,0%*	*13,2%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	**1.534**	**1.388**	**1.025**	1.555	**1.470**	**1.053**	**360**	3.597	**3.831**	**3.424**	**3.283**
Alavancagem (x)	*1,0*	*0,8*	*0,5*	*0,8*	*0,6*	*0,4*	*0,1*	*1,6*	*1,7*	*1,4*	*1,4*
Market Cap (R$ milhões)	**8.278**	**7.799**	**6.476**	8.080	**10.275**	**10.763**	**11.554**	18.923	**19.614**	**25.129**	**22.615**
Valorização 12 meses					*24,1%*	*38,0%*	*78,4%*	*134,2%*	*90,9%*	*133,5%*	*95,7%*
EV (R$ milhões)	**9.812**	**9.186**	**7.501**	9.635	**11.745**	**11.816**	**11.913**	22.520	**23.444**	**28.553**	**25.898**
Variação EV 12 meses					*20%*	*29%*	*59%*	*134%*	*100%*	*142%*	*117%*

A companhia deve oferecer o gás importado por menos da metade do preço cobrado pela Petrobras atualmente. A Comgás é uma distribuidora de gás e é remunerada pelo transporte, com o benefício do menor custo repassado aos consumidores. Isso favorece demanda e volume transportado e reduz custos do setor industrial, melhora a competitividade de seus clientes e enseja maior produção e demanda pelo gás transportado pela empresa.

Apesar de a Comgás não lucrar com a comercialização do gás, mas com o transporte, preços competitivos são um importante *driver* para a companhia. São eles, afinal, o principal determinante das demandas dos segmentos de potencial alto volume de consumo (industrial, GNV e geração termoelétrica, principalmente). Uma grande queda no preço da molécula de gás – o que deverá acontecer nos próximos anos, seja pela quebra do monopólio da Petrobras (com negociação dos compradores diretamente com a Bolívia ou de outros países), seja pela maior oferta de gás do pré-sal ou pelo próprio terminal GNL citado – afeta no curto e no longo prazo a quantidade de gás transportada – e, consequentemente, a lucratividade da companhia.

Como explicado em resenha anterior, apenas o projeto da térmica da EMAE tem potencial para consumo de 6 milhões de m^3/dia e sua viabilidade depende do gás mais barato e da nova Lei do Gás, ou marco regulatório em tramitação no Senado (vide também nesta resenha a análise da EMAE).

As medidas de contenção da covid-19 afetaram bastante a demanda da companhia. Com restaurantes, padarias, prédios comerciais e indústrias funcionando abaixo da plena capacidade, a lucratividade da Comgás foi bastante impactada no 2T, mas no 3T já houve recuperação. Apesar disso, o maior número de pessoas em casa contribuiu para o aumento de consumo de gás nas residências, compensando a queda dos outros segmentos. Com a indústria em retomada forte, acreditamos que o próximo trimestre será mais positivo em termos de volume e, como consequência, receitas e lucros devem crescer.

Além disso, a empresa reformulou sua estrutura de despesas, e espera-se que esse menor patamar seja recorrente, aumentando a margem EBITDA. Já o lucro líquido foi afetado principalmente pela dívida tomada no fim do ano passado e no início deste. Mesmo com os percalços decorrentes da pandemia, o EBITDA do 3T20 foi quase recorde: R$ 643 milhões, ante R$ 650 milhões no 3T19, mas com a margem saltando de 25,1% para 29%, aumento em parte explicado pela melhor margem do segmento residencial.

A Comgás encerrou o 3T19 com uma dívida líquida muito baixa (R$ 360 milhões), situação atípica e não ideal para uma empresa de *utilities*, com fluxo de caixa previsível. Ao emitir debêntures incentivadas e tomar empréstimos do BNDES, a empresa otimizou sua estrutura de capital em 2019, ao mesmo tempo em que gerou bom retorno aos acionistas com o pagamento de dividendos e redução de capital de R$ 3,5 bilhões no final do ano passado. Esperamos que a companhia mantenha o nível de alavancagem atual – ou que o aumente: a controladora Compass, que detém 99,2% do capital total, precisa de recursos para investir (especialmente agora que seu IPO foi adiado) e, desta forma, os dividendos alimentam os investimentos da Compass e ajudam a Comgás a manter uma estrutura de capital mais adequada em vez de formar uma grande posição de caixa praticamente sem remuneração.

Assim, acreditamos que a prática de elevada distribuição de dividendos será mantida, complementando os recursos necessários para que a Compass realize investimentos e aquisições, além de otimizar a estrutura de capital da Comgás, que consideramos subalavancada, devido à forte geração de caixa em relação aos investimentos em curso.

Para o próximo trimestre, esperamos que a indústria siga mostrando bom desempenho, assim como o segmento residencial. No 3T20 o clima foi especialmente quente, o que impacta negativamente a demanda doméstica, de forma que o crescimento visto no 2T20 não se repetiu. Quanto aos demais setores, a dinâmica da pandemia da covid-19 ainda impactará de forma relevante os resultados, apesar de não serem tão representativos no EBITDA quanto o residencial e o industrial.

A aprovação do Novo Marco Regulatório do Gás (que passou na Câmara e tramita no Senado) é muito importante para a empresa. Se aprovado como está, já será positivo, pois ao liberar o mercado terá impacto no preço da molécula. Mas o Senado pode alterar e incluir as térmicas inflexíveis no projeto. Isso associaria a interiorização dos gasodutos à construção de térmicas, que garantiriam a viabilidade da malha, de forma que, após sua construção, outros demandantes pudessem aproveitar-se da oferta de gás gerada pelos gasodutos da térmica.

As térmicas inflexíveis são ainda melhores para a Comgás. Se alterado, o projeto garantiria grande demanda fixa das térmicas; sem a alteração, há apenas uma expectativa de que essa demanda ocorrerá. A verticalização da atuação de grupos empresariais (caso da Cosan, Compass e Comgás) não está contemplada no projeto aprovado pelos deputados, mas sua modificação pelo Senado associada à aprovação de térmicas inflexíveis e verticalização da atual no setor por um mesmo grupo empresarial, ao contrário do projeto aprovado na Câmara, seria muito positivo: isso facilitaria os investimentos por um mesmo grupo, que, do contrário, estaria sempre na dependência de outro investidor, enfraquecendo o elo da corrente e aumentando o risco.

No final de setembro, o valor de mercado da Comgás era de R$ 23 bilhões, com liquidez diária média de R$ 470 mil em 90 dias. A empresa integra a carteira Trígono Delphos desde 16 de setembro de 2019. A partir do início da montagem da posição, suas ações subiram 142% até 30 de setembro de 2020, contra ganho de 28% do fundo Trígono Delphos Income (o índice IDIV caiu 6% no mesmo período). A empresa distribuiu dividendo e JCP de R$ 2 bilhões no 4T19, além de ter reduzido capital em R$ 1,5 bilhão, recebido pelos acionistas no

período (compensando o menor dividendo em 2018, R$ 598 milhões). Ou seja: foram R$ 3,5 bilhões de remuneração, representando R$ 26,42/ação no 4T19, ou um *yield* de 29,5% sobre o preço da aquisição de ações pelo fundo em setembro, em pouco mais de três meses.

A Comgás é uma forte geradora de caixa e, como dissemos, tem crescido e mudou seu patamar de rentabilidade após o último ciclo de reajuste tarifário e as melhorias operacionais. Nos últimos quatro anos, a empresa tem distribuído anualmente em média R$ 1,3 bilhão em dividendos, com alavancagem praticamente estável no período. Esperamos que mantenha a média de distribuição neste ano, em torno de R$ 1,3 bilhão (*yield* de 5,5%), apesar da pandemia.

As perspectivas de manutenção ou mesmo crescimento dos dividendos refletem não só aumentos da geração operacional de caixas e do lucro líquido, mas a menor necessidade de investimentos – que serão reduzidos à metade em dois anos, de acordo com seu plano. A controladora Compass poderá usar os dividendos da Comgás como recursos adicionais para os seus investimentos, que poderão beneficiar a própria Comgás, dado o enorme potencial de integração dos negócios *upstream* e *downstream*.

EMAE – EMAE4

A empresa tem suas origens em 1899, parte da The São Paulo Railway, Light and Power Company Limited, sediada em Toronto. Em 1901, a Light, como era denominada, colocou em operação sua primeira hidrelétrica no Brasil. Depois de várias divisões e mudanças societárias, a EMAE foi constituída em 1996, após uma cisão da Eletropaulo.

A companhia opera um sistema hídrico e gerador de energia elétrica localizado na Região Metropolitana de São Paulo, no Médio Tietê e no vale do rio Paraíba do Sul. Esse sistema é constituído de reservatórios, canais, usinas e estruturas associadas, com operação voltada ao aproveitamento racional das águas superficiais e à busca pelo aproveitamento múltiplo dos recursos hídricos disponíveis. Com isso, promove a geração de energia, o controle de cheias e o fornecimento de água bruta para o abastecimento público. Além disso, possui termoelétricas, sendo uma delas a gás (Piratininga), inaugurada em 1956 e arrendada à Petrobras até 2025. Outras duas unidades da Piratininga, inauguradas em 1960, mas que usam óleo combustível e diesel, estão desativas e podem passar por conversão para gás, no denominado projeto Gasen.

Trata-se de uma concessionária federal de serviços públicos de geração de energia elétrica, com quatro operações sob sua administração: UHE Henry Borden; UHE Porto Góes; UHE Rasgão; e PCH Pirapora. Tudo isso se distribui numa área que se estende do município de Salto até a Baixada Santista (em linha reta, a distância é de cerca de 130 km). Além disso, detém a concessão de uma usina térmica – UTE Piratininga – arrendada à Petrobras desde 2007, conforme comentado anteriormente.

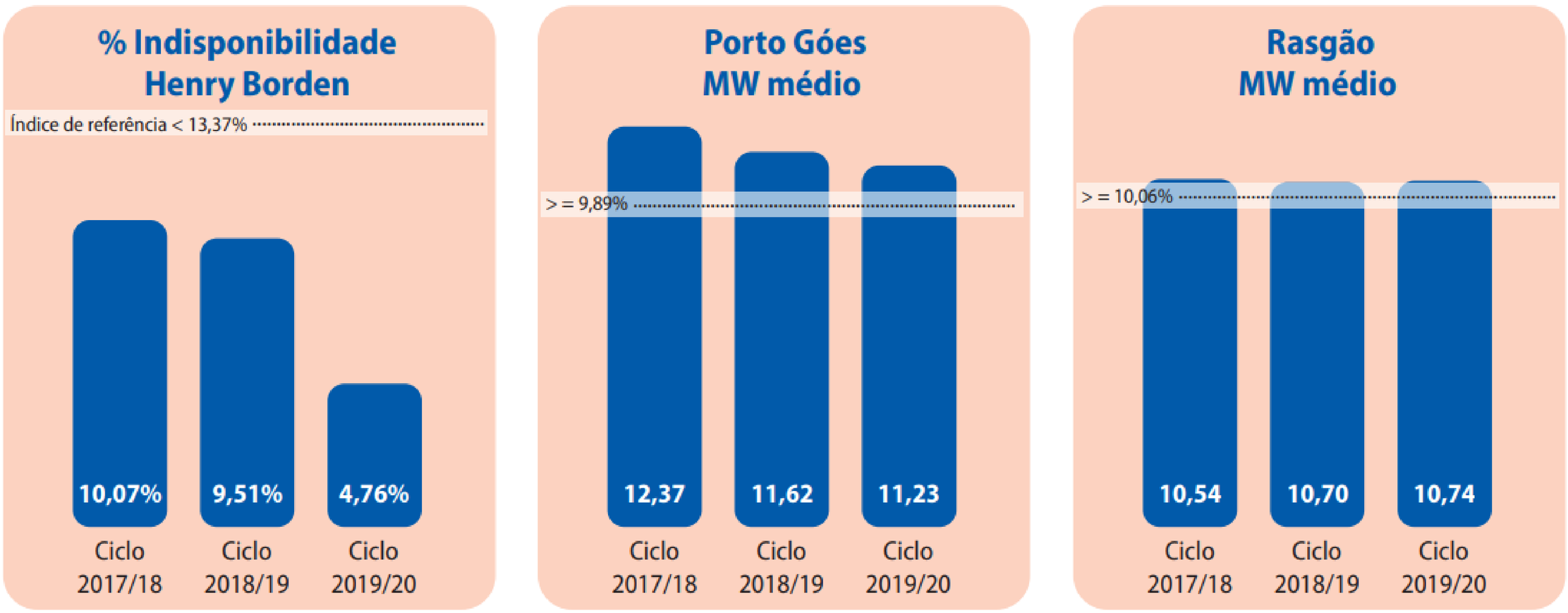
A energia gerada e a potência das hidrelétricas da EMAE são contratadas no regime de cotas de garantia física de energia e de potência, o que elimina riscos hidrológicos associados à geração hidrelétrica. As cotas estabelecidas para a EMAE são utilizadas para remunerar sua RAG (Receita Anual de Geração), valor a que a companhia tem direito pela disponibilização da Garantia Física (GF). No ciclo de 2018/19 houve aumento de 130% no reajuste tarifário, quando foi implementado um novo ingresso denominado GAG Melhorias. Esse recurso destina-se a modernizar as instalações de Henry Borden, Porto Góes e Rasgão, a fim de proporcionar melhoria contínua dos indicadores de disponibilidade e desempenho que influenciam o reajuste anual da RAG. Em outras palavras: quanto mais disponível está a garantia física das unidades geradoras, mais bem remunerada será sua RAG.

A partir do ciclo de 2019/20, a RAG homologada teve incremento médio anual de 7% (tabela abaixo). As receitas do GAG, no entanto, têm em contrapartida despesas contábeis no mesmo valor. São, portanto, neutras em termos de resultados – mas com 100% de entrada no caixa para investir nas plantas.

	17/18	18/19	19/20	20/21
Receitas Anuais de Geração (RAG)	**150**	**345**	**368**	**393**
Crescimento (% ano)		*129%*	*7%*	*7%*

A EMAE vem mantendo o desempenho operacional dos ativos hidrelétricos dentro dos padrões de qualidade estabelecidos pela ANEEL, requisito para receber a receita relativa à GAG Melhorias. Nesse sentido, o Complexo Henry Borden tem-se destacado: sua indisponibilidade diminui a cada ciclo tarifário – melhora, então, o indicador de qualidade. No ciclo 2019/20, a redução nessa indisponibilidade contribuiu para aumentar sua RAG em R$ 14,2 milhões.

Acreditamos que o novo Marco Legal do Saneamento Básico sancionado neste ano pode trazer benefícios indiretos à operação da EMAE. A universalização dos serviços de tratamento de água e esgoto até 2033 vai melhorar a qualidade da água usada no sistema gerador das usinas da companhia. Isso reduzirá os custos relacionados ao processo de tratamento dessa água, bem como os riscos de alagamento e até de danos físicos aos equipamentos.



Além da RAG, a EMAE conta com a receita proveniente da prestação de serviços de operação e manutenção da Usina Termelétrica Piratininga (UTP), arrendada à Baixada Santista Energia (BSE), subsidiária integral da Petrobras. Esse contrato é atualizado mensalmente a uma taxa de 9,32% ao ano, corrigido pelo IGP-M. O IGP-M já acumula 22% até novembro. Assim, o saldo devedor será reajustado pelo IGPM nos últimos 12 meses em abril, e acreditamos por uma taxa de no mínimo 24%, além da incidência de juros remuneratórios de 9,32%.

No formulário de referência divulgado pela companhia há uma tabela de sensibilidade que mostra o impacto sobre o rendimento desse contrato de arrendamento. A previsão é de um aumento no saldo devedor dessa operação de cerca de R$ 60 milhões – muito aquém da atual realidade do IGP-M. Em caso de reajuste de 24%, o saldo junto à UTP aumenta em R$ 92 milhões, para R$ 474 milhões, e com juros de 9,32%, ou R$ 44 milhões.

I-CVM 475	Saldo 31.12.2019 Nota 6	Cenário Provável	Cenário I (+25%)	Cenário II (+50%)
IGPM	4,13%	13,83%	14,96%	16,09%
Arrendamento UTP	385.718	53.364	57.717	62.071

Por fim, a EMAE também gera receita por meio de serviços prestados à Prefeitura de São Paulo, relativos ao bombeamento das águas do córrego Água Espraiada. Os resultados financeiros dos últimos dois anos estão alinhados com os ciclos de reajustes tarifários. Os expressivos crescimentos de receita líquida ao longo dos trimestres de 2019 devem-se à incorporação da receita GAG Melhorias (vida tabela). A elevação do custo é geralmente proporcional ao aumento da receita, por isso observamos uma margem EBITDA bastante estável, em torno de 10%. Isso porque o item mais representativo no custo da EMAE é a parcela efetivamente utilizada do repasse da receita GAG Melhorias para reparos e modernização das usinas, visando à segurança energética do Sistema Integrado Nacional (SIN).

De modo geral, consideramos os resultados financeiros consistentes e pouco voláteis, alinhados à natureza da operação protegida pelo sistema de cotas imune a riscos hidrológicos. A companhia também vem fazendo um trabalho importante para reduzir gastos com pessoal e com litígios trabalhistas – e isso se reflete na margem EBITDA do 3T20, de 13%, contra 11% no 3T19. Durante o trimestre foi anunciado ainda o resultado de uma licitação para conceder à Usina São Paulo a exploração comercial das áreas adjacentes até 2042. A outorga prevê pagamento de R$ 280 milhões para a EMAE, além de uma parcela variável (de 4% a 8%) que vai incidir sobre o faturamento bruto de qualquer empreendimento instalado na região. A Usina São Paulo fica às margens do rio Pinheiros, que por sua vez é uma região nobre da Zona Sul da cidade de São Paulo, com alto fluxo de pessoas.

Outro projeto importante que pode sair do papel em 2021 é uma parceria entre a EMAE e o consórcio Gasen (tendo ainda a Siemens como parceira) para construir uma termelétrica de até 2 GW, que deve consumir 6 milhões de m^3 de gás por dia. Para se ter ideia do tamanho desse projeto: no 2T20 foram consumidos 841 milhões de m^3 de gás na região de concessão da Comgás (ou 9,3 milhões de m^3 por dia). Ou seja: o consumo dessa parceria expandiria em 65% o volume transportado pela Comgás.

Quanto à alavancagem, a maior dívida em seu balanço é um financiamento obtido com o BNDES em 2012 para construir a PCH Pirapora, cujo vencimento é apenas em 2030 com juros de TJLP + 1,9% ao ano (ademais, trata-se de uma estrutura de capital sólida com caixa líquido). Nos cinco anos até setembro último, as ações EMAE4 tiveram retorno de 852%, contra 167% do índice Small Caps-SMLL e 110% do Ibovespa. Em evento recente, a Eletrobras fez reunião pública com investidores e anunciou a intenção de venda de sua posição acionária na EMAE, correspondente a 65% da classe de ação preferencial (EMAE4) e a 39% do total (*free float*). Isso poderá aumentar a liquidez do papel, aumentando a visibilidade da companhia nas corretoras de valores. O governo de São Paulo também anunciou que estuda a privatização da EMAE – sendo que a Secretaria da Fazenda controla 97,6% das ações ON, além de 2,39% da Cia. do Metropolitano de São Paulo e 39,0% do capital total da empresa, equivalente à Eletrobras.

Fundamentos, como já exposto aqui, a empresa os tem de sobra. Resta observar o desenrolar de uma série de eventos, dos quais Gasen, privatização e venda das ações em poder da Eletrobras são os mais importantes, além da monetização de grandes áreas imobiliários no entorno do rio Pinheiros e represas Guarapiranga e Billings e outras áreas adjacentes às concessões. A EMAE possui cerca de 160 propriedades distribuídas em sua área de atuação, contabilizadas a valor histórico; portanto, muito aquém do real valor imobiliário, como se viu no recente arrendamento da Usina São Paulo. Desta forma, a EMAE pode ser considerada uma empresa do setor imobiliário com um VGV de grande valor, mas não reportado em seus demonstrativos. O caixa líquido de R$ 431 milhões em set/20, contra R$ 260 milhões em set/19 (ou seja, um aumento de R$ 171 milhões em 12 meses) mostra a real geração de caixa livre pela empresa, mesmo sem incorporar o reajuste do IGP-M ao arrendamento da UTH de Piratininga à Petrobras, sua principal fonte de receitas, e depois de investimentos, pagamento de dividendos e Imposto de Renda.

A cereja do bolo é o projeto Gasen, que, sozinho, representa cerca de 85% da capacidade instalada da Eneva, cujo valor de mercado é de R$ 18,3 bilhões. Mas a Eneva está muito distante das principais regiões consumidoras de energia, ao passo que o Gasen se encontra no coração da maior cidade do Brasil e um dos maiores mercados energéticos em regiões metropolitanas do mundo, muito próximo a acesso a gás natural, através de gasodutos e suas conexões via Comgás. Sua viabilidade depende do leilão de energia nova que deverá ocorrer em 2021 e de parcerias. Acreditamos que interessados não faltarão. A EMAE entrará com suas usinas térmicas a diesel e óleo (que estão desativadas e serão convertidas para gás) e toda a infraestrutura existente, além das licenças ambientais e projetos sob sua responsabilidade. Acreditamos que o gás virá da Bolívia, transportado pelo Gasbol, atualmente sob responsabilidade da Petrobras, mas cuja concessão expira em 2021. Ou de Santos, pelo gasoduto construído pela Compass. O Grupo Cosan poderia ser um grande parceiro, já que já atua no setor de gás via Compass e Comgás, mas falta a ponta final, que seria a térmica Gasen, com potencial de ser um dos maiores consumidores de gás do país. A Eletrobras, como sócia da EMAE, teria todo interesse em viabilizar o projeto, bem como o governo do Estado de São Paulo, valorizando sua verdadeira joia da coroa, em se tratando de investimentos em estatais.

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20
EMAE											
Receita Líquida (R$ milhões)	**56**	**48**	**70**	316	**107**	**107**	**110**	439	**106**	**103**	**115**
Crescimento (% ano)					*91%*	*123%*	*56%*	*39%*	*-1%*	*-3%*	*4%*
EBITDA (R$ milhões)	**4**	**-4**	**-5**	26	**7**	**-3**	**13**	41	**-6**	**6**	**15**
Margem (%)	*6%*	*-9%*	*-6%*	*8%*	*6%*	*-3%*	*11%*	*9%*	*-5%*	*6%*	*13%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**16**	**16**	**6**	102	**21**	**13**	**16**	93	**10**	**19**	**41**
Margem (%)	*28%*	*34%*	*9%*	*32%*	*19%*	*12%*	*15%*	*21%*	*9%*	*18%*	*36%*
Dívida Líquida (R$ milhões)				-153	**-171**	**-244**	**-260**	-340	**-337**	**-410**	**-431**
Alavancagem (x)				-	-	-	-	-	-	-	-
Market Cap (R$ milhões)	**418**	**399**	**516**	675	**857**	**771**	**916**	1.364	**986**	**1.145**	**1.360**
Valorização 12 meses					*105%*	*93%*	*78%*	*102%*	*15%*	*48%*	*48%*
EV (R$ milhões)	**367**	**344**	**427**	522	**704**	**601**	**657**	1.025	**649**	**735**	**929**
Variação EV 12 meses					*92%*	*74%*	*54%*	*96%*	*-8%*	*22%*	*42%*

A imagem a seguir é da Usina São Paulo, que será terá sua fachada totalmente reformada pelo arrendatário e que será conectada por teleférico à estação Vila Olímpia da CPTM, transformando-se em novo ponto turístico de São Paulo, com grande acesso de transeuntes nas imediações. Do lado direito, o Shopping Cidade Jardim, com vários investimentos em novos empreendimentos residenciais e comerciais de altíssimo padrão. Será uma versão do Puerto Madero paulistano. Ao lado esquerdo a subestação da Transmissão Paulista e região da avenida Luís Carlos Berrini. Ao fundo, o viaduto da Ponte Estaiada e dos dois lados ciclovias que ganharão muitas melhorias em seu entorno, uma importante área de lazer que tende a valorizar os ativos imobiliários da EMAE.

Ferbasa – FESA4

A empresa atua na mineração de cromo e produção de ferro-ligas (ferro-cromo e ferro-silício), utilizados respectivamente em aço inoxidável e em aços carbono e especiais. A empresa explora também reflorestamento de eucaliptos (26 mil hectares) numa área de 65 mil hectares (a diferença corresponde a áreas mantidas como reservas de preservação) como fontes de biorredutor empregado na produção de ferro-silício no lugar do coque mineral. Na resenha de outubro fizemos uma retrospectiva da empresa: contamos, em 37 páginas, a história de seu fundador e da Fundação José de Carvalho, com ampla descrição dos negócios da empresa e dos

mercados em que atua e características dos produtos e aplicações.

Em 2018 o mercado siderúrgico mundial passava por um bom momento. Os resultados da empresa naquele ano mostram isso: lucro líquido de R$ 309 milhões, com margem líquida de 22,4%, que consideramos normal num horizonte de longo prazo. Em abril de 2018, a Ferbasa comprou o parque eólico BW Guirapá, junto ao Grupo Santander, por R$ 812 milhões (dos quais R$ 450 milhões pelo capital e R$ 363 milhões representados pela dívida líquida da BW). Desse total, R$ 300 milhões foram pagos em caixa e R$ 150 milhões, financiados pelo banco Santander. Assim, a posição de caixa líquido que a Ferbasa apresentou no 1T18 (R$ 474 milhões) transformou-se numa dívida líquida de R$ 232 milhões – ou uma inversão de R$ 706 milhões, associada ao investimento de R$ 812 milhões (considerando o endividamento da BW associado aos investimentos na implantação de seu parque eólico com 92 aerogeradores).

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20
Ferbasa - FESA4											
Receita Líquida (R$ milhões)	**349**	**349**	**393**	**1.381**	**349**	**327**	**318**	**1.280**	**346**	**427**	**385**
Crescimento (%)	*15%*	*0%*	*13%*	*25%*	*0%*	*-6%*	*-19%*	*-7%*	*-1%*	*31%*	*21%*
EBITDA (R$ milhões)	**94**	**127**	**150**	**426**	**89**	**74**	**44**	**242**	**69**	**132**	**107**
Margem (%)	*27,1%*	*36,5%*	*38,2%*	*30,8%*	*25,6%*	*22,7%*	*13,7%*	*18,9%*	*19,8%*	*31,0%*	*27,7%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**64**	**76**	**149**	**309**	**46**	**32**	**145**	**222**	**-1**	**22**	**12**
Margem (%)	*18,2%*	*21,9%*	*38,0%*	*22,4%*	*13,2%*	*9,7%*	*45,6%*	*17,3%*	*-0,2%*	*5,1%*	*3,0%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	**-474**	**232**	**191**	**208**	**204**	**239**	**192**	**264**	**252**	**258**	**179**
Alavancagem (x)	*-*	*0,5*	*0,5*	*0,5*	*2,3*	*1,6*	*1,9*	*1,7*	*3,7*	*1,5*	*1,7*
Market Cap (R$ milhões)	**1.972**	**1.698**	**1.820**	**1.854**	**2.047**	**2.079**	**1.870**	**2.092**	**1.300**	**1.913**	**1.760**
Valorização 12 meses					*3,8%*	*22,4%*	*2,7%*	*12,8%*	*-36,5%*	*-8,0%*	*-5,9%*
EV (R$ milhões)	**1.498**	**1.930**	**2.011**	**2.062**	**2.251**	**2.318**	**2.062**	**2.356**	**1.552**	**2.171**	**1.939**
Variação EV 12 meses					*50%*	*20%*	*3%*	*14%*	*-31%*	*-6%*	*-6%*

Ao longo de 2019 o mercado siderúrgico foi perdendo força, em parte devido às disputas comerciais entre EUA e China. Assim, os preços médios praticados pela Ferbasa na venda de ferro-ligas tiveram queda de 15% em dólar – o que explica a redução de 43% no EBITDA, de R$ 426 milhões em 2018 para R$ 242 milhões um ano depois, com margens encolhendo de 30,8% para 18,9%. No entanto, a recuperação de créditos fiscais de R$ 196 milhões relativos a PIS e Cofins (R$ 133 milhões líquidos após Imposto de Renda) no 3T19 acabaram por contribuir para o lucro líquido de R$ 222 milhões, atenuando a queda no ganho operacional. No 1T20 a situação continuou parecida com o encerramento de 2019, mas então veio a pandemia, e aí...

Os preços médios das ferro-ligas praticados pela Ferbasa caíram 18% até setembro de 2020, mas há distorções nessa análise simplista. Na realidade, o preço do FeCr (ferro-cromo) no mercado internacional permaneceu estável (até com pequena alta), mas a Ferbasa aproveitou câmbio favorável e energia barata para entrar de modo agressivo nessa área, com exportações volumosas de FeCr, algo que historicamente fazia apenas em baixa escala. Além dessa ação comercial da própria Ferbasa, os custos logísticos e as comissões das *tradings* tornaram os preços das exportações bem mais baixos que os praticados no mercado interno.

Por outro lado,a empresa aumentou as exportações FeSi75% em detrimento do mercado interno, dada a forte queda da demanda local, e vendeu menos o FeSi75% HP (*high purity*), de maior valor agregado, apesar de ter duplicado a capacidade de produção neste ano. Houve forte queda da demanda no Japão, seu principal mercado, reflexo da pandemia.

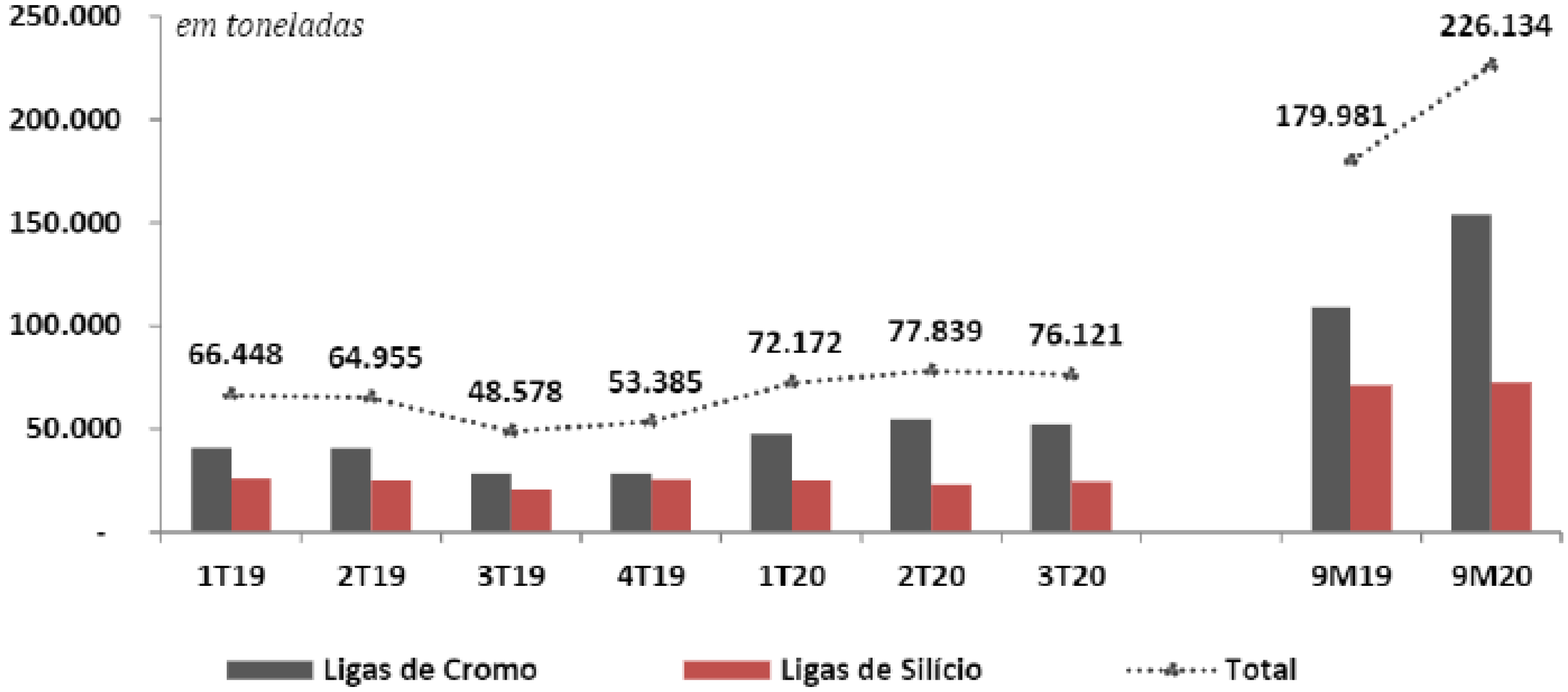
Portanto, um *mix* mais pobre e a maior participação das exportações com uma política agressiva de preços explicam a queda de 18% no preço médio por tonelada – de US$ 1.300 em nove meses de 2019 para US$ 1.060 em 2020. Para que se possa dimensionar essa queda: em 2017 e 2018, o preço médio praticado pela Ferbasa foi de US$ 1.520/t. Um tombo de 30% em dois anos.

No entanto, nem tudo é negativo. Mesmo com a queda em dólar nos preços praticados, a desvalorização do real permitiu aumento na rentabilidade operacional. Isso trouxe um forte aumento na produção: 25,6%, ou 46

mil toneladas a mais em nove meses, ao ritmo de 75 mil t/trimestre (quase capacidade plena), ou 300 mil t/ano, contra 233 mil toneladas produzidas em 2019. O salto em base anualizada é de quase 30%, e isso sem aumentar a capacidade instalada.

A Ferbasa deixou de comercializar energia elétrica no mercado livre e ainda comprou mais energia a um preço muito baixo, aproveitando-se da situação de mercado, o que elevou a produção de ferro-ligas e acarretou acúmulo de estoques. No 2T e no 3T, o ritmo foi de 310 mil t/ano, 17% acima do recorde de 264 mil toneladas produzidas em 2018. Tudo isso mostra que a pandemia em nada prejudicou a produção, mas houve limitação à demanda interna pelos seus produtos.

O quadro abaixo exibe a evolução da produção trimestral de ferro-ligas.



Mesmo com preços mais baixos, o fator câmbio foi decisivo. A taxa média de câmbio praticada pela Ferbasa saltou 29,5%, de R$ 3,87 em 9M19 para R$ 5,01 em 9M20, e R$ 5,35 no 3T20, 36,5% acima do 3T19 (R$3,92). Assim, o EBITDA acumulado em 2020 atingiu R$ 308 milhões, com margem de 26,5%, ante R$ 207 milhões no ano anterior e margem de 20,8%.

As vendas em toneladas aumentaram apenas 11,3% (produção + 25,6%), o que significa descompasso entre produção e vendas, com acúmulo de estoques. Com taxa média de câmbio estimada por nós em R$ 5,45 no 4T20 (33,5% acima do 4T19: R$ 4,08), a Ferbasa deverá apresentar o melhor resultado operacional do ano, com redução de estoques e maior volume de vendas. No 4T19, a empresa vendeu 54 mil toneladas; em 2020, estimamos que esse volume será ao menos 30% maior (70 mil toneladas), com preços mais altos (o *mix* está mais rico) e maior volume de vendas no mercado interno, com menores custos logísticos e de comissões que os cobrados nas exportações.

GLOBAL FERRO-SILICON SNAPSHOT: Europe, China markets up on firm fundamentals

Key data from the pricing sessions in Europe, Asia and the United States for the week ending Friday November 27

Europe The European ferro-silicon spot price climbed almost 2% over the week, marking an over 10% jump in November while low levels of availability in Europe have me with renewed demand from steelmakers and traders. One producer reported offering around 100 tonnes of standard grade at €1,110 per tonne delivered, with another offer of...

Europe FeSi market set for further price rises, sources say

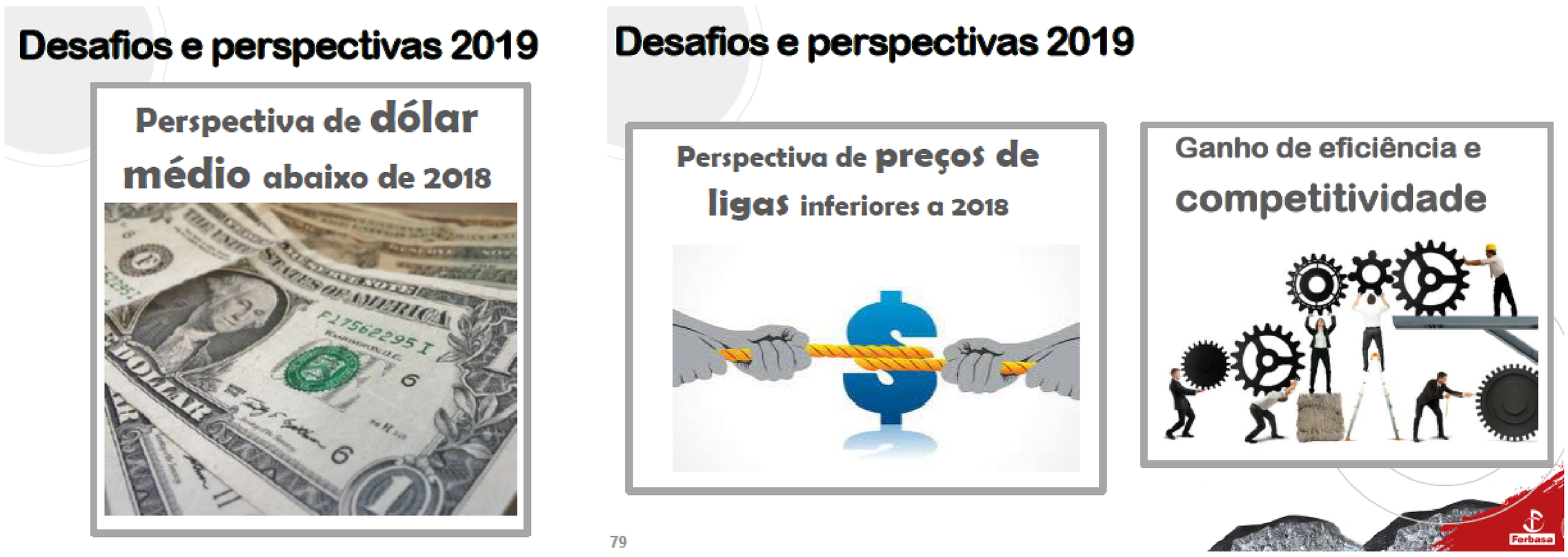
The European ferro-silicon market has risen over the past week to a range not seen for more than six months, sources told Fastmarkets on Monday November 23.

And with tight domestic availability and no likelihood of any significant volume of imported material for some time to come, there was expectation in the market of further price increases in the coming weeks.

As notícias acima são encorajadoras para o FeSi75: aumento de preços em 10% em novembro para € 1.110/t (US$ 1.300/t) e expectativa de novos aumentos na Europa (devido à escassez de produtos) e de retomada da demanda. A China, por sua vez, privilegia suas vendas de FeSi em seu mercado, dada a forte demanda do setor siderúrgico. Para o FeCr, a grande questão é o imposto de exportação sobre o minério de cromo, em discussão pelo parlamento sul-africano – com possível retaliação da China, que compra da África do Sul 83% do minério de cromo de que precisa. Detalhe: a China é o maior importador mundial de FeCr e a África do Sul, o maior exportador. Se houver taxação, tanto do minério quanto da liga, o reflexo será aumento de preços de ambos.

Neste caso, a Ferbasa (que nada tem com essa discussão) tende a beneficiar-se duplamente: seus preços são referenciados pelo mercado internacional e as exportações de minério estão em ritmo ascendente, com volumes cada vez maiores devido à nova tecnologia associada ao projeto *hard-lump* (detalhado na recente resenha dedicada à Ferbasa, já comentada).

Mas com câmbio favorável mais que compensando quedas de preços e maior volume de produção e vendas, por que nada disso se refletiu no lucro líquido? A empresa pratica uma política de *hedge* determinada pelo Conselho de Administração. Sua base é o orçamento anual de vendas, comprometendo de 30% a 50% das receitas nos 18 meses à frente – com prêmio sobre a projeção da pesquisa Focus (realizada pelo BC). Em reunião pública realizada em abril de 2019, a empresa exibiu os *slides* a seguir:



De fato os preços caíram, mas a perspectiva de câmbio se mostrou equivocada: o dólar valorizou-se em média 9% em 2019 sobre 2018. Ainda assim, o *hedge* gerou ganho de R$ 26 milhões no ano passado, conforme *slide* da apresentação de resultados e o quadro das posições de *hedge* que acumulavam US$ 160 milhões para 2020 (acredito, no limite máximo de 50% das receitas estimadas para o ano) e já avançando em 2021 com US$ 8 milhões contratados até o 2T21.

A taxa média contratada de venda dólar a R$ 4,06 para US$ 160 milhões já prenunciava um desastre. Talvez o excesso de confiança pelo ganho de R$ 26 milhões em 2019, as perspectivas de ingresso de capital estrangeiro após a reforma da Previdência, economistas que nas suas bolas de cristal viam uma taxa de câmbio caindo para R$ 3,50 e preços de ferro-ligas em queda tenham levado o conselho a autorizar a exposição máxima de risco ao câmbio. Mas, como diria o lendário apanhador de *baseball* dos EUA Yogi Berra, previsões são muito difíceis de fazer – especialmente sobre o futuro.

Veio a covid e o tiro saiu pela culatra. Em nossa opinião, a decisão do conselho de praticar *hedge* era – e ainda é – equivocada: as incertezas relacionadas à disputa EUA x China, a base parlamentar muito fraca do governo Bolsonaro e as dúvidas quanto à condução das reformas já bastariam para um posicionamento a favor da desvalorização do real, e não o contrário.

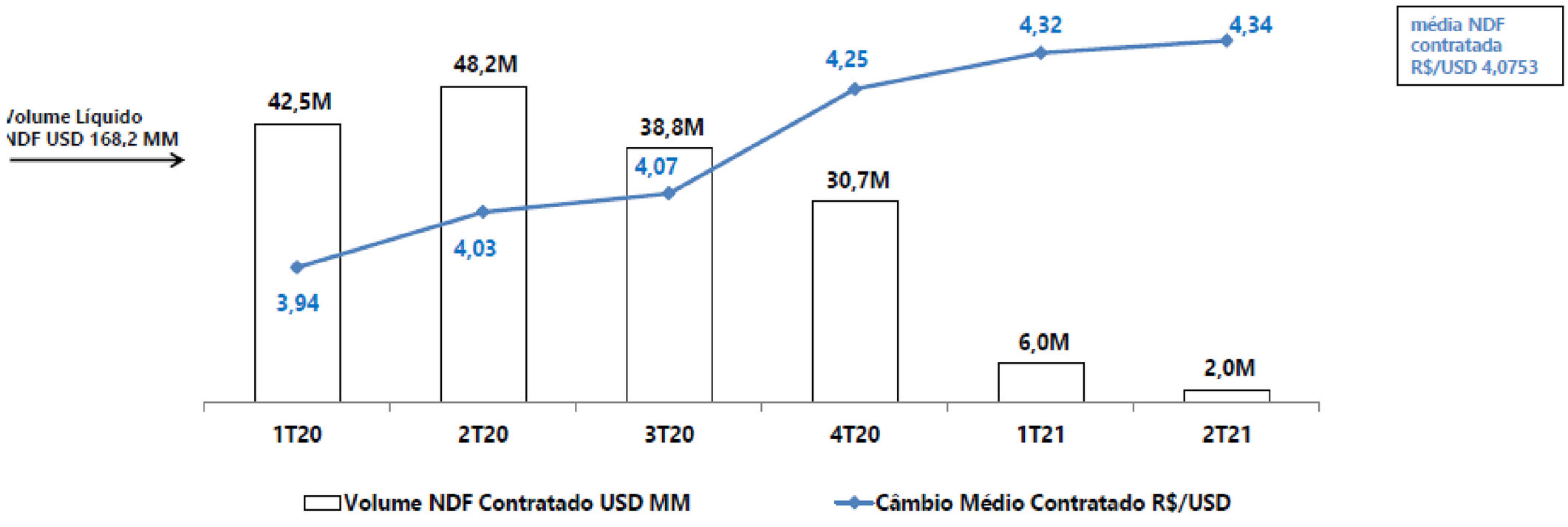
Com uma posição vendida de US$ 160 milhões em 2020 com uma média de R$ 4,04, e uma taxa taxa média de R$ 5,20 para este ano, estimamos que o *hedg*e poderá causar perdas de cerca de R$ 195 milhões, corro-

endo metade do ganho da valorização do dólar – desde que o faturamento em dólar atinja US$ 320 milhões no ano. De fato, a política de *hedge* já causou perda de R$ 150 milhões até setembro, consumindo metade do EBITDA de R$ 308 milhões no período e reduzindo o lucro líquido acumulado a R$ 33 milhões. A imagem a seguir foi disponibilizada pela empresa em sua reunião pública em abril de 2019.

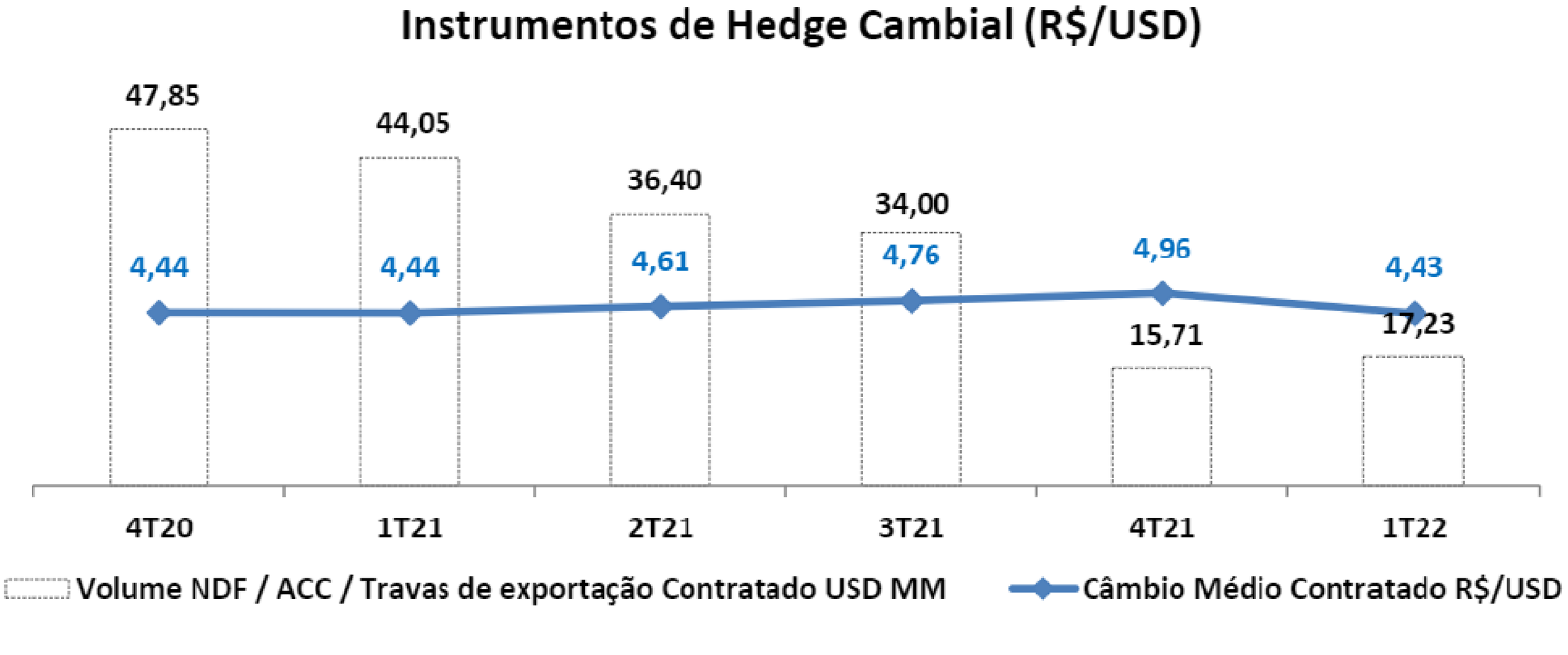
Hedge Cambial

Resultado positivo do Hedge Cambial de R$ 26,1 milhões em 2019, derivado da diferença entre a taxa média contratada de R$/USD 4,13 e a efetivamente praticada de R$/USD 3,96.

Data base 31/12/2019



Nova posição de hedge reportado com os resultados do 3T20 são refletidos na imagem abaixo.



Estimando uma taxa cambial média de R$ 5,40 para o 4T20, o *hedge* deverá causar mais R$ 45 milhões de perdas, elevando para R$ 200 milhões o acumulado em 2020. Estimando taxa média de R$ 5,20 para 2021, a perda seria de R$ 74 milhões, substancialmente menor que a deste ano. Segundo a empresa, o CA determinou uma nova política de *hedge*, reduzindo posições em aberto para o equivalente a 20% das receitas orçadas. Ou seja: a posição de *hedge* de 2020 em diante, de US$ 147 milhões em aberto, deverá cair pela metade até que novas contratações sejam realizadas. Isso nos traz algum conforto. A taxa de câmbio estimada para 2021 (de R$ 5,20) é a mesma a ser praticada em 2020 – portanto, neutra.

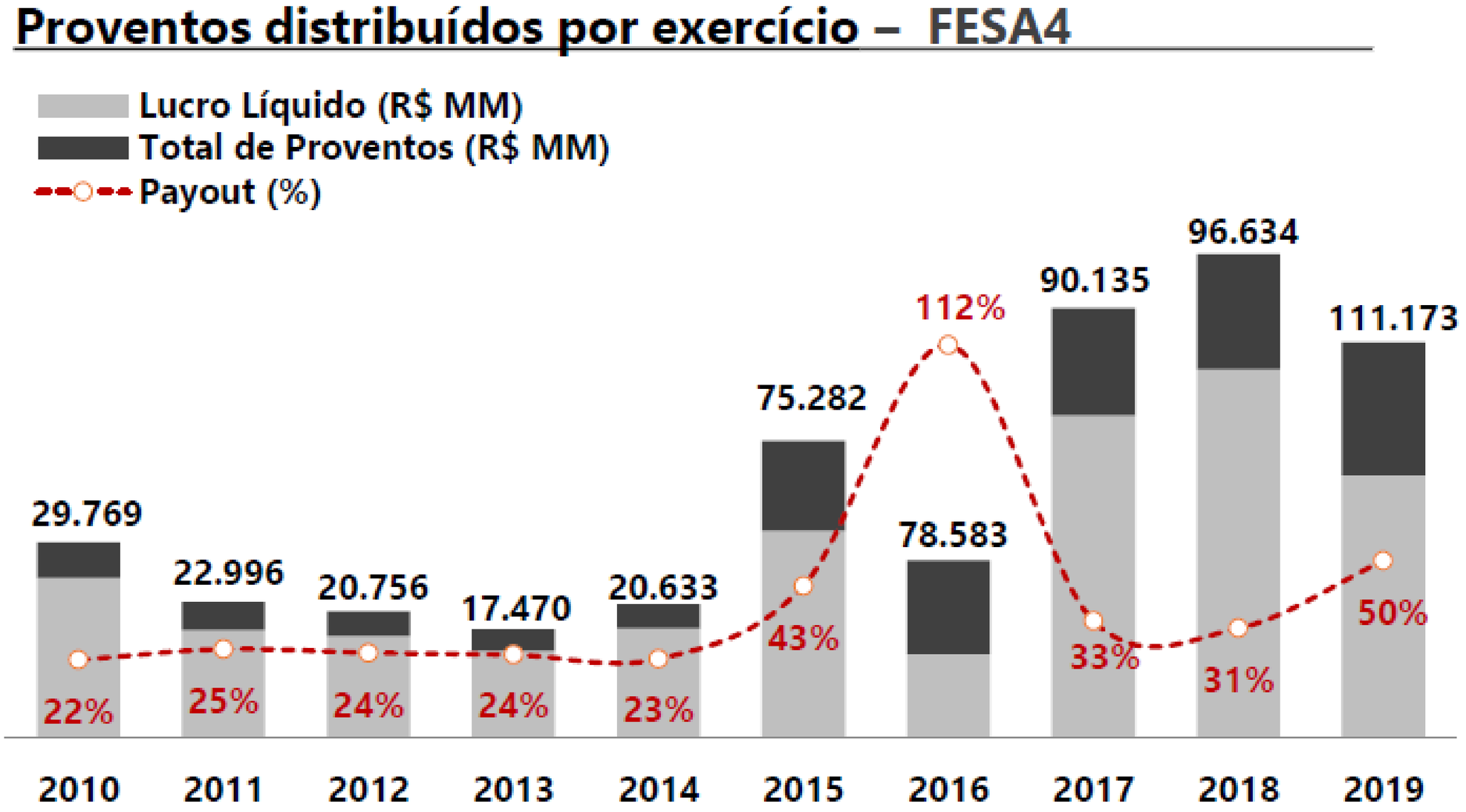
Mesmo com os percalços em 2020, preços mais baixos em 18% praticados pela empresa e política desastrada

de *hedge*, a dívida líquida caiu de R$ 264 milhões (dez/19) para R$ 179 milhões (set/20), o que é confortável. Para 2021 estamos otimistas, caso se concretize um aumento médio de 20% nos preços praticados pela Ferbasa – ou seja: recompondo a queda de 2020, principalmente por ação comercial agressiva da própria Ferbasa, incluindo *mix* de produtos com maior valor agregado (FeSi75% HP). O FeSi75% já apresentou rápida e forte recuperação, e, acreditamos, novos aumentos deverão ocorrer, enquanto o FeCr está sujeito ao apetite chinês pelo produto para saciar a imensa produção de aço inoxidável (60% do mundo) e ainda a questão envolvendo a tributação de exportação do minério pela África do Sul. Nos últimos dez anos o país reduziu a produção de FeCr em 40%, em favor da China, numa situação absurda, pois a China importa 100% do minério de cromo que consome, sendo 83% supridos pelos africanos. Em abril a energia elétrica na África do Sul terá um novo reajuste de 15%, igual ao de 2020, mas o rand sul-africano acumula desvalorização de apenas 2% em 12 meses, sendo a energia elétrica um dos principais custos, corroendo toda a lucratividade, se é que ainda há alguma. Portanto, a tributação do minério é essencial para salvar mais de 200 mil postos de trabalho no setor, num país que já registrava 28,2% de taxa de desempregados em novembro, uma das maiores do mundo, e que desde 2008 (22,4%) vem apresentando aumentos sucessivos. Um colapso neste setor é iminente, e o fechamento de novas empresas poderá causar reações violentas dos sindicatos e ainda impactar vários setores associados à cadeia de produção.

Cabe ainda considerar a maior participação do mercado interno no 4T20 e em 2021 e um nível de vendas de 300 mil toneladas de ligas, ao preço médio de US$ 1.272/t (ainda 16% abaixo de 2017/18). A combinação das nossas premissas representa aumento de US$ 64 milhões na receita anual (ou R$ 333 milhões a mais, ao câmbio de R$ 5,20), ao mesmo tempo em que as perdas com *hedge* seriam reduzidas em R$ 136 milhões (ou um ganho combinado de R$ 459 milhões, tudo o mais constante).

No final de setembro, o valor de mercado da Ferbasa (FESA4) era de R$ 1,76 bilhão, com liquidez diária média de R$ 3,7 milhões em 90 dias. Nos últimos cinco anos até 30/09/2020, suas ações subiram 231%, contra 167% do índice small caps-SMLL. Além de típica empresa *small caps* (tanto pelo valor de mercado, equivalente a US$ 330 milhões, quanto pela liquidez, abaixo de R$ 10 milhões diários), a Ferbasa faz distribuição elevada de dividendos: em média, cerca de 45% do lucro líquido foram repassados aos acionistas nos últimos cinco anos. Se considerarmos apenas a média dos últimos três anos e o valor de mercado de setembro, o *yield* médio é de 5,6% – ou 6,3% com base nos dividendos de 2019.

Proventos distribuídos por exercício – FESA4



Em 2020, a empresa já antecipou R$ 58 milhões em JCP, sendo que o lucro até setembro atingiu R$ 32 milhões. A Fundação José de Carvalho, que controla 99% do capital votante e pouco mais de 50% do capital total, depende dos dividendos para manter seis escolas e demais atividades de cunho filantrópico e social.

Kepler Weber – KEPL3

Após ter sido afetada pela crise brasileira entre 2015 e 2017, a Kepler passou por uma grande virada em sua lucratividade, principalmente nos últimos dois anos. Durante a crise, sofreu dificuldades relacionadas à contração do mercado, mas conseguiu implementar mudanças necessárias para voltar a lucrar. A Kepler reformulou sua linha de produção, automatizou diversos processos e deu continuidade à implementação do *lean manufacturing*. Desta forma, tornou-se mais ágil e eficiente.

No ciclo mais recente, a Kepler tem experimentado um alinhamento de fatores favoráveis muito importantes: ao mesmo tempo em que implementou as mudanças mencionadas, o cenário do agronegócio brasileiro se tornou muito favorável e as perspectivas, animadoras. A atual política de juros baixos estimula investimentos em bens de capital, o que contribui de forma específica para o setor. Acreditamos que essa confluência – preços internacionais de grãos em níveis recordes em relação aos últimos quatro ou cinco anos; estoques baixos em todo o mundo; taxa de câmbio muito favorável ao Brasil; crédito abundante e com juros baixos; investimentos em logística em todo o país; queda no preço do diesel; e safras recordes – ocorre pela primeira vez na história recente do Brasil.

O país tem-se consolidado como um dos líderes mundiais no agronegócio, tornando-se um fornecedor relevante, confiável e de produção crescente. A tecnologia cada vez mais presente no campo e a profissionalização acelerada levaram o Brasil a novo patamar em produtividade, o que significa produzir mais sem necessidade de expandir a área e, mais importante, reduzindo custos e impactos ambientais. Mas ainda existe muito espaço para ganhos de produtividade, com tecnologia e mais investimentos em modernização, sementes geneticamente melhoradas e redução dos desperdícios, com práticas mais eficientes e profissionalização do campo.

A recorrência da gripe suína, ainda não debelada, e o possível ressurgimento da covid-19 nas regiões frias e úmidas da China podem contribuir também para aumentar a demanda de grãos por lá, por estimularem tanto a substituição de carnes exóticas por outros tipos quanto a profissionalização das criações suínas, com melhora nas rações. A segurança alimentar é de suma importância na política do governo central chinês, e isso leva à necessidade de formar grandes estoques de grãos – e aí entra o Brasil como fonte principal para abastecer o maior mercado mundial (cuja produção interna não consegue suprir o crescimento do consumo). No Brasil, infelizmente, segurança alimentar não faz parte de política de governo, e aí vimos no passado confisco dos bois nos pastos na era Sarney e, recentemente, nosso prato de arroz com feijão fugindo dos bolsos de muitos brasileiros.

A criação do RCEP (Parceria Econômica Regional Abrangente, na sigla em inglês), o maior acordo de livre comércio do mundo, também é importante para diminuir a dependência de exportações da China para os EUA e em favor do mercado asiático. Consequentemente, sobem as chances de o Brasil participar mais do mercado de grãos chinês em prejuízo das importações dos EUA. A eleição de Joe Biden merece destaque, sendo uma oportunidade para a criação de mais estímulos ao consumo de etanol nos EUA: isso aumentaria a demanda por milho no país, reduzindo o excedente exportável (os EUA são os maiores exportadores de milho do mundo). O Brasil, até alguns anos atrás, não era um exportador relevante de milho; hoje já é um dos líderes globais. Em 2019 o comércio mundial de milho atingiu US$ 35 bilhões, com os EUA responsáveis por US$ 12,9 bilhões (mais de um terço, portanto); a Argentina, por US$ 4,2 bilhões; e o Brasil, por US$ 4,1 bilhões. A Ucrânia respondeu por US$ 3,5 bilhões e a França – com seus subsídios, e que tanto se irrita com o Brasil por tomar o mercado agrícola dos europeus –, por US$ 1,7 bilhão. Entre os importadores, o pódio é do Japão, com US$ 3,5 bilhões, seguido por México (US$ 3,1 bilhões), Coreia do Sul (US$ 2,4 bilhões), Espanha (US$ 2 bilhões) e Vietnã (US$ 1,9 bilhões). Percebe-se a presença dos países asiáticos e ainda a ausência da China, que, impactada pela peste suína, passou a importar mais carnes. Mas sua produção já se está restabelecendo, e isso demandará crescentes volumes de soja e milho. Os maiores produtores de milho em 2019 foram os EUA, com 345 milhões de toneladas (mmt); China (261 mmt); Brasil (101 mmt); União Europeia (67 mmt); e Argentina (50 mmt, metade da produção brasileira, mas exportando quantidade igual à do Brasil).

Em relação à soja, o Brasil é líder mundial e produziu 124 mmt na safra 2019/20, seguido por EUA (97 mmt), Argentina (51 mmt) e China (apenas 18 mmt). O comércio mundial da oleaginosa atingiu US$ 55 bilhões em 2019, portanto, 57% maior que o do milho devido ao maior preço, com o Brasil à frente (48% das exportações,

US$ 26 bilhões), seguido por EUA (34%), Argentina (6,3%), Paraguai (2,9%), Canadá (2,8%) e Uruguai (1,8%). Verifica-se que quase 60% do exportado vêm da América do Sul, mercado prioritário da Kepler e que deverá ampliar sua fatia mundial na produção e exportações tanto de soja quanto de milho. Além disso, a perspectiva é de que o Brasil se torne autossuficiente na produção de trigo – hoje produzimos apenas metade do consumo de 12 mmt do cereal.

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20
KEPLER WEBER - KEPL3											
Receita Líquida (R$ milhões)	**109**	**108**	**166**	**576**	**138**	**117**	**166**	**584**	**128**	**94**	**202**
Crescimento (% ano)	*-7%*	*-14%*	*3%*	*0%*	*27%*	*9%*	*0%*	*1%*	*-7%*	*-20%*	*21%*
EBITDA (R$ milhões)	**-3**	**-5**	**13**	**43**	**15**	**12**	**13**	**93**	**17**	**7**	**37**
Margem (%)	*-2,9%*	*-4,6%*	*7,9%*	*7,5%*	*11,1%*	*10,0%*	*8,0%*	*15,9%*	*13,6%*	*7,9%*	*18,6%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**-11**	**-14**	**4**	**8**	**4**	**-4**	**4**	**38**	**9**	**15**	**23**
Margem (%)	*-9,8%*	*-13,0%*	*2,5%*	*1,4%*	*3,0%*	*-3,0%*	*2,5%*	*6,4%*	*6,8%*	*16,2%*	*11,4%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	**-26**	**-24**	**-3**	**-7**	**8**	**-4**	**-24**	**-45**	**-29**	**-92**	**-171**
Alavancagem (x)	-	-	-	-	*0,1*	-	-	-	-	-	-
Market Cap (R$ milhões)	**319**	**265**	**237**	**393**	**455**	**509**	**568**	**775**	**639**	**985**	**1.052**
Valorização 12 meses					*42,7%*	*92,4%*	*139,7%*	*97,4%*	*40,5%*	*93,4%*	*85,4%*
EV (R$ milhões)	**293**	**241**	**234**	**386**	**463**	**506**	**544**	**730**	**610**	**894**	**881**
Variação EV 12 meses					*58%*	*110%*	*133%*	*89%*	*32%*	*77%*	*62%*

A empresa gerou mais de R$ 120 milhões de caixa neste ano, com um caixa líquido (R$ 171 milhões) bastante confortável. Essa elevada geração foi possível pela combinação de margens crescentes e redução de necessidade de capital de giro – o que, por sua vez, foi possível devido ao adiantamento de clientes, na contratação e durante a execução dos contratos; à liderança de mercado (participação entre 40% e 45%); à qualidade de seus produtos; e à assistência técnica de alcance nacional. Somem-se a isso os benefícios gerados pelo *lean manufacturing*. Nada disso é obra do acaso: resulta da conjunção de gestão eficiente com mercado favorável, especialmente a partir de 2019.

Vale uma comparação entre o histórico da companhia e o período de 2014 – seu melhor ano, quando reportou R$ 905 milhões de receita líquida, R$ 161 milhões de EBITDA e R$ 132 milhões de lucro líquido. Se a Kepler produzisse e vendesse, nas mesmas fábricas, o mesmo volume daquele ano, e se fôssemos corrigir o preço dos produtos pela inflação, poderia faturar hoje quase o dobro de 2014. Ou seja: sua receita poderia mais do dobrar em relação a 2019 (R$ 584 milhões), aproximando-se de R$ 1,5 bilhões, fato que, acreditamos, poderá acontecer nos próximos 2 a 3 anos.

Isso porque seu principal custo, o aço, subiu cerca de 20% em dólar no mercado internacional desde 2014, e o dólar valorizou-se mais de 100% no mesmo período. Este custo é repassado aos preços pelos fabricantes de silos. Só em novembro, o preço médio do aço foi reajustado em mais 10%. Como, no entanto, o preço dos grãos acompanhou o câmbio, além de ter subido no mercado internacional, este custo acaba sendo absorvido. Portanto, o potencial de crescimento é muito grande – não só nas exportações como em serviços (manutenção e atualização tecnológica dos equipamentos, por exemplo), além de novos negócios, potenciais aquisições e grandes investimentos em infraestrutura. Como bem sabemos, hidrovias, ferrovias e portos (todos demandantes de silos e armazéns) são absolutamente necessários nas operações logísticas e ainda são grandes gargalos para as exportações de grãos pelo Brasil.

É importante ressaltar que em 2014 as margens da companhia eram inferiores aos patamares atuais. Ainda não haviam sido introduzidos o *lean manufacturing* e outras melhorias operacionais. Assim, o potencial para crescimento do EBITDA e diluição de custos fixos é ainda maior. Ademais, a Kepler tem ampliado o pós-venda, buscando ativamente antigos clientes para a realização de manutenção ou modernização dos seus produtos. Por ser líder de setor há muitos anos, empresa quase centenária, há grande espaço para crescimento nesse serviço com a busca ativa desses clientes.

Outro fator a comentar é que o produto da Kepler também mudou desde 2014, com a possibilidade de fornecer silos de maior valor agregado e introduzir novas tecnologias, como automação na monitoração e correção de temperatura e umidade e outras facilidades em desenvolvimento, tudo na palma da mão, num *smartphone*.

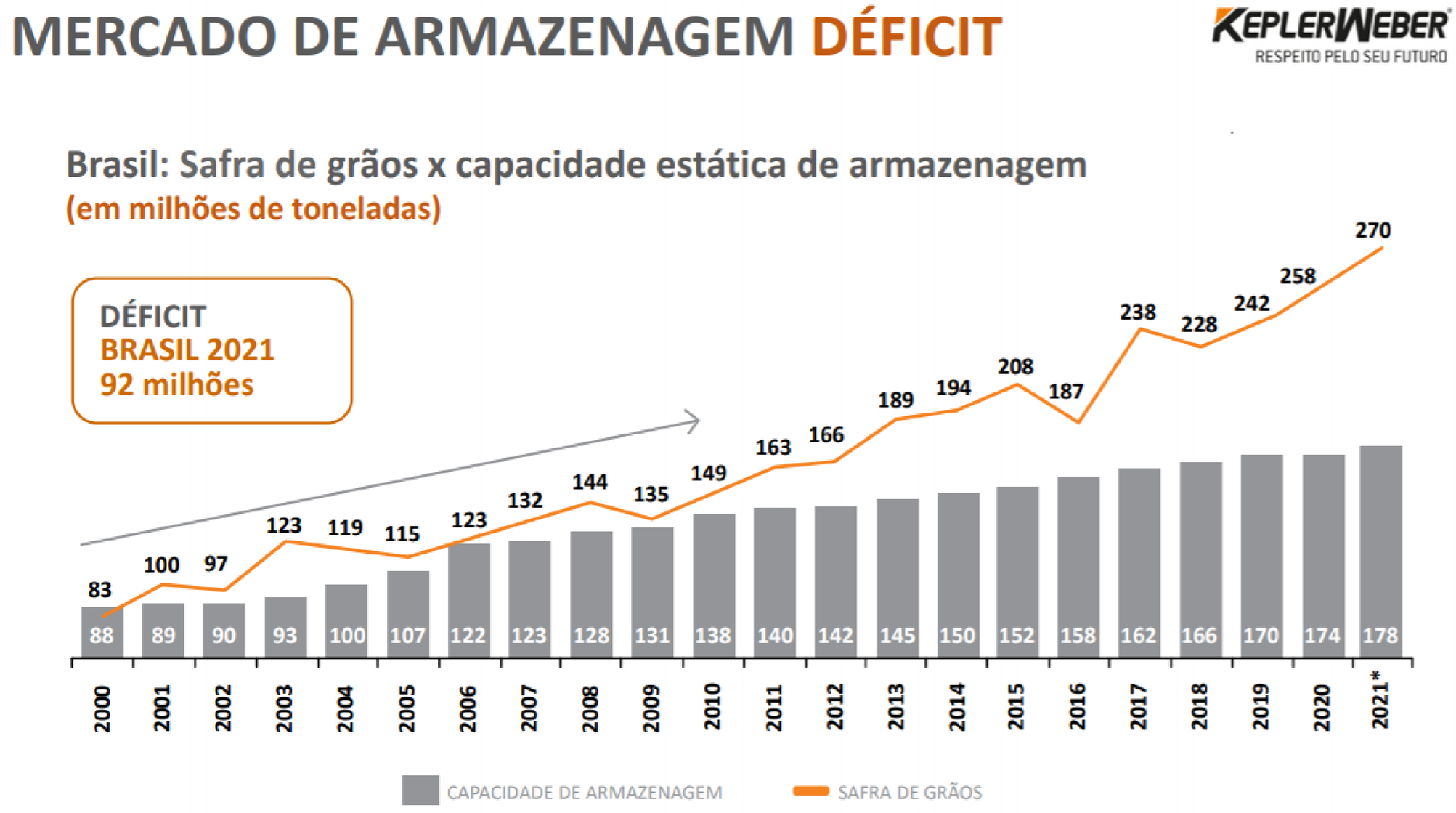
Nos últimos trimestres a Kepler tem operado abaixo da capacidade por conta das medidas de distanciamento da covid-19, que têm impactado a produção da companhia, afetando faturamento, margens e comercialização. Mesmo assim, a evolução dos resultados é evidente. A margem EBITDA subiu para 18,6% no 3T20, contra 15,9% em 2019 (já mais que o dobro dos 7,5% em 2018). Neste ano, a margem EBITDA – 14,4% em nove meses – está quase cinco pontos percentuais acima do reportado no mesmo período de 2019 (9,5%), mesmo com os entraves causados pela pandemia e o aumento do preço do aço, mas o terceiro trimestre, menos impactado pelos efeitos da covid, já demonstra novo nível de rentabilidade, superando o recorde anual de 17,8% em 2014.

Para o 4T20 e 2021, há relatos entre agricultores de grandes filas de espera para pedidos à Kepler e de que a produção está sendo retomada dentro das possibilidades atuais – ainda constrangida, no entanto, pelas ações preventivas contra a covid-19. Assim como diversas indústrias, possivelmente a empresa terá de diminuir as férias de fim de ano para suprir demanda, contratar pessoal e possivelmente investir em capacidade, notadamente para reduzir gargalos e melhorar a produtividade no que for possível.

O crédito do PCA (Programa para Ampliação e Construção de Armazéns), de R$ 2,23 bilhões para a safra 2020/21 (23% acima do disponibilizado no ano passado), esgotou-se em quatro meses e há um pedido do Ministério da Agricultura de recursos para um lote extra. A Abimac solicitou suplementação de R$ 1,1 bilhão. Apesar desses recursos ainda serem a principal fonte de financiamento para aquisição de silos por agricultores, o crédito para o agronegócio vem transformando-se. Trata-se de um mercado cada vez mais dinâmico, com todos os grandes bancos interessados na resiliência do setor, disputando taxas e clientes, além de novos nomes neste segmento em franca expansão.

A emissão de dívidas próprias no mercado também tem aumentado, com instrumentos como o CRA (de juros competitivos) cada vez mais populares como fonte de financiamento entre grandes fazendeiros e cooperativas. O prazo do PCA é de 15 anos, sendo três de carência do principal, e juros fixos de 5% a 6% ao ano, dependendo do tamanho do produtor – mas limitado a produtores com receita anual de até R$ 45 milhões. Acreditamos que haverá forte demanda para armazenar principalmente milho, pelas razões já elencadas e pelo fato de a maior parte da produção do grão ocorrer na safrinha – após a colheita da soja, quando os silos e armazéns estão repletos.

Ainda há a crescente demanda pelo setor de proteínas e etanol de milho, que consome o cereal ao longo de 12 meses, enquanto a colheita ocorre em apanas dois. Onde estocar? Fundos imobiliários são novos financiadores de silos e os bancos têm cada vez mais interesse em entrar no jogo. Isso reduz o risco de crédito dos tomadores e é uma forma de atrair agricultores, que trazem grandes oportunidades de *x-selling* dos produtos bancários e fideliza-
ção.



Esse cenário de grande demanda por armazenagem e pós-colheita no geral (limpadoras, secadoras etc.) é inevitável, dada a grande expansão da agricultura no Brasil. E isso não se deve esgotar tão cedo: o déficit de silos é enorme e só cresce, sendo um dos grandes gargalos para a agricultura brasileira atualmente, em conjunto com a infraestrutura de ferrovias, estradas e portos. Com o caixa acumulado, investimentos futuros para eventual ampliação de capacidade são possíveis, além da aquisição de novos negócios. Seguimos otimistas com a companhia, tendo a Kepler Weber combinado um negócio excelente a uma gestão competente. Acreditamos que boas surpresas surgirão, como a possibilidade de migração para o Novo Mercado, por exemplo, o que traria mais liquidez e interesse por suas ações.

Por fim, os agricultores ou empresas do campo são apenas uma pequena parte deste mercado. Além das produtoras de carnes e etanol de milho, hidrovias, ferrovias e portos necessitam de silos e armazéns: são parte da logística (afinal, os grãos precisam ser estocados com qualidade antes de prosseguir para a fase seguinte). Imagine-se um grande comboio ferroviário que chega ao porto repleto de grãos, mas o navio não está ancorado; ou caminhões que chegam a um terminal ferroviário, mas o trem ainda não está lá e o embarque não é do caminhão para o vagão. Havendo silos, o mesmo grão pode ser armazenado em várias etapas até o embarque ou consumo final. A Rumo Logística (Grupo Cosan) anunciou que pretende investir num terminal de grãos e fertilizantes no Porto de Santos, com capacidade para movimentar 11 mmt – sendo 8 mmt de grãos e 3 mmt de fertilizantes (segmento em que a Kepler já tem a Rumo como um dos principais clientes).

No final de setembro o valor de mercado da Kepler era de R$ 1,05 bilhão, com liquidez diária média de R$ 6,4 milhões em 90 dias. A empresa integra nossa carteira Trígono Flagship Small Caps desde janeiro de 2020. Desde o início da montagem da posição, suas ações subiram 44%, contra queda de 10% do fundo e de 16% do índice SMLL. Nos cinco anos até 30/09/2020, suas ações alcançaram valorização de 96%, contra 167% do índice *Small Caps*-SMLL (um grande atraso, portanto, o que apenas reforça a perspectiva de recuperação).

Consideramos a Kepler uma empresa fortemente relacionada ao agronegócio brasileiro, ainda em processo de captura das transformações em andamento e com possibilidade de eventos, como aquisições e migração para o Novo Mercado, como comentado. Fato importante foi o comunicado em 11 de novembro, a respeito da contratação do novo diretor administrativo e financeiro, Paulo Geraldo Polezi, que acumulará as funções de diretor financeiro e de relação com investidores. Polezi construiu sua carreira nestas áreas nas empresas Fibria, Grupo Cosan e, desde 2014, na WEG. Trata-se de um profissional de grande reputação no mercado e, acreditamos, poderá melhorar bastante o relacionamento com investidores, ajudando a destravar o valor da empresa e trazer mais liquidez para as ações.

Pão de Açúcar – PCAR3

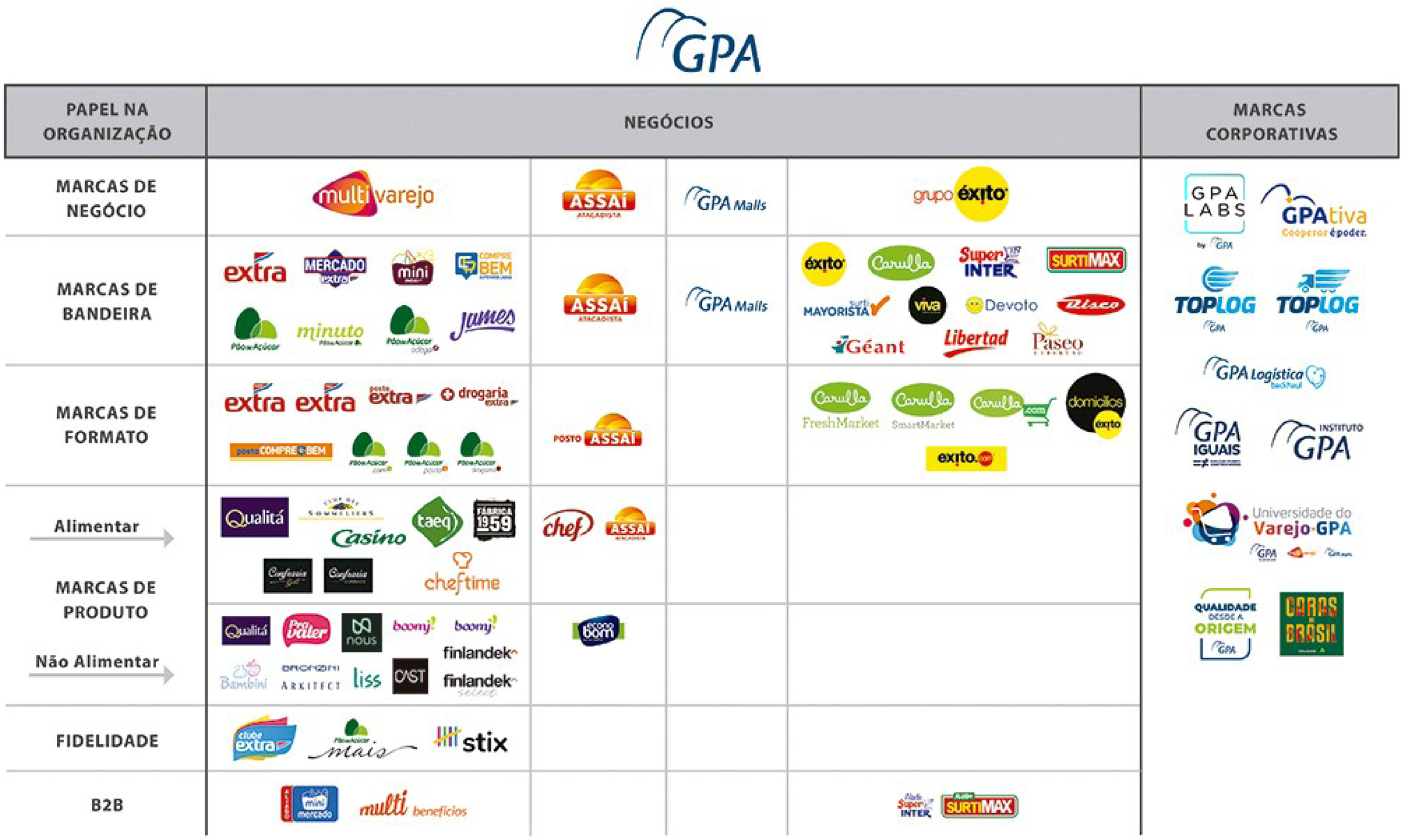
O Grupo Pão de Açúcar (GPA) é o maior varejista alimentar da América do Sul, conhecido pelas bandeiras nacionais Pão de Açúcar, Extra, Compre Bem e Assaí, bem como pelas bandeiras internacionais do Grupo Éxito – Disco, Devoto e Libertad. O seu controlador é o grupo francês Casino, gigante varejista presente em diversos países e com 230 mil pessoas empregadas ao redor do mundo.

O GPA possui uma organização extremamente complexa e diversificada, de forma que o resultado consolidado do grupo não reflete exatamente a situação de cada um de seus braços operacionais. De forma geral, podemos dividir a operação do GPA em três:

- Multivarejo, que engloba as operações de Extra, James, Compre Bem e Pão de Açúcar;
- Atacarejo, que engloba a operação do Assaí;
- Internacional, que engloba parte do Grupo Éxito.

Sabendo das dificuldades de se analisar o resultado consolidado, entre outras razões, principalmente destravar o valor do grupo mediante melhor avaliação pelo mercado da Assaí, o Casino resolveu segregar essa operação das outras duas – um *spin-off*, ou cisão dos negócios. O procedimento está em curso e estima-se que no primeiro trimestre de 2021 já esteja concluído. Assim, além da ação PCAR3 listada atualmente, haverá a ação da Assaí. A PCAR3 passaria então a incluir apenas as operações do Multivarejo e do Grupo Éxito, tendo os acio-

nistas do GPA recebido a fatia proporcional de ações da Assaí.



O Assaí é o ativo mais valioso do grupo e reúne todas as características de uma boa operação de varejo: margens crescentes e em bons patamares, crescimento de lojas e de receita por loja, forte geração de caixa e capital de giro negativo. Desta forma, o mercado deverá atribuir um "prêmio" às suas ações em relação ao GPA, e, quando fizer a soma das partes, acabará também por reprecificar as ações da PCAR3 para cima, no momento da cisão e precificação do IPO da Assaí.

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20
ASSAÍ - FUTURO ASSAI3											
Receita Líquida (R$ milhões)	**5.058**	**5.278**	**5.865**	**22.899**	**6.327**	**6.532**	**6.945**	**27.797**	**7.807**	**8.222**	**9.225**
Crescimento (% ano)	*25%*	*23%*	*25%*	*24%*	*25%*	*24%*	*18%*	*21%*	*23%*	*26%*	*33%*
EBITDA recorrente (R$ milhões)	**286**	**364**	**376**	**1.550**	**374**	**453**	**495**	**1.946**	**503**	**597**	**718**
Margem (%)	*5,6%*	*6,9%*	*6,4%*	*6,8%*	*5,9%*	*6,9%*	*7,1%*	*7,0%*	*6,4%*	*7,3%*	*7,8%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**115**	**412**	**177**	**1.054**	**159**	**197**	**228**	**901**	**173**	**235**	**451**
Margem (%)	*2,3%*	*7,8%*	*3,0%*	*4,6%*	*2,5%*	*3,0%*	*3,3%*	*3,2%*	*2,2%*	*2,9%*	*4,9%*

Percebe-se a evolução do EBITDA recorrente do Assaí e a boa taxa de conversão deste em lucro líquido – em torno de 50%. Neste ano, o Assaí deve facilmente lucrar mais de R$ 1 bilhão (talvez até R$ 1,2 bilhão), com ótimas perspectivas de crescimento. O Assaí possui a maior taxa de venda/m² do setor; isso otimiza os custos e permite oferecer produtos a preços médios menores que os da concorrência. O atacarejo é um setor em franca expansão no Brasil e tem enorme potencial pela frente, com demanda pouco volátil. Constatou-se sua resiliência neste ano: mesmo com o forte impacto da pandemia na demanda dos clientes de *food service* da companhia (muito importantes na receita), os resultados obtidos foram recordes.

Observando os múltiplos do setor e considerando a perspectiva de crescimento da empresa – que abre de 15 a 20 lojas por ano e cresce a taxas superiores a 20% anuais há mais de dez anos –, é conservador assumir uma relação P/L (preço/lucro) de 14 vezes para a empresa. Ou seja, só o Assaí, com um múltiplo atrativo e num setor de forte crescimento e demanda resiliente, valeria algo entre R$ 15 bilhões e R$ 17 bilhões (considerando que a distribuição de dívida do grupo GPA permaneça tal como está). O *management* da operação já era totalmente segregado, de forma que as despesas devem permanecer muito próximas das que já eram praticadas.

O Multivarejo é uma operação bem mais complicada e tem grandes desafios pela frente, a começar pela bandeira Hiper Extra. Apesar da dinâmica de *one-stop-shop* da pandemia ter dado fôlego ao modelo de hipermercado, sabe-se que esse tipo de loja tem perdido bastante espaço dentro do varejo, seja para o *e-commerce* de não-alimentares, seja para o atacarejo. Assim, o GPA tem fechado lojas menos rentáveis (ou as convertido em Assaí) e tentado adaptar-se à nova dinâmica competitiva nas restantes.

Já para os supermercados a situação é diferente. O modelo GPA estava no geral defasado, com baixa qualidade em atendimento, espaço e sortimento, e o grupo optou por reformar boa parte das lojas. Isso tem dado bons resultados, com *same store sales* (SSS), ou vendas nas mesmas lojas, acima de dois dígitos nas reformadas e patamares de vendas acima dos anteriores em pouco tempo. A bandeira Compre Bem surgiu como opção de renovação, assim como a Mercado Extra.

Naturalmente, o sortimento do Multivarejo mudou com a perda de competitividade nos itens não-alimentares, de forma que hoje o *mix* alimentar já representa 90% da sua receita, com características de demanda mais resilientes. Sendo assim, acreditamos que as operações desse segmento estão num ponto de virada. A grande ruptura nele já ocorreu, acompanhando uma mudança de estratégia que tem dado resultados. O objetivo agora é aumentar as vendas por loja, de forma a diluir custos para elevar margens, e terminar de fechar as lojas de baixa rentabilidade.

Tanto nos super quanto nos hipermercados, o investimento numa participação maior de marcas próprias nas vendas (Qualitá, Taeq etc), cujas margens são maiores, e principalmente em *e-commerce* faz parte da estratégia de *turnaround* do Multivarejo. Atualmente, a fatia do *e-commerce* no varejo alimentar brasileiro é de 0,8%, enquanto em alguns países europeus passa de 8% e nos EUA, de 5%. O GPA possui quase 80% do *marketshare* do *e-commerce* alimentar brasileiro e tem grande expertise no segmento por conta do grupo Casino, que tem histórico de implementação dessa modalidade em vários países. Neste ano, o GPA deve obter receita de R$ 1,1 bihão de *e-commerce* alimentar 1P no Multivarejo, com crescimento de 240% sobre 2019 e de 202% na base de clientes. A rentabilidade do *e-commerce*, com margem EBITDA maior que 8%, é superior à da operação física. O Carrefour, principal concorrente no *e-commerce* alimentar, só alcançou o *break-even* nessa operação no último trimestre, e não faltam exemplos de operações de *e-commerce* que queimam caixa e dão prejuízo de forma recorrente no mercado brasileiro – a B2W é um grande exemplo.

Sendo assim, o GPA está em ótima posição: é líder nesse mercado, é rentável e tem alta escalabilidade por conta do modelo *plug-and-play* de suas lojas, que podem funcionar como *hubs* para o *e-commerce*, num modelo de baixo custo. Sendo o maior *player* do setor, a grande quantidade de lojas funciona a favor do GPA. O Rappi também é ativo importante para a captura desse mercado em crescimento, não só como uma operação independente, mas como ativo logístico, ajudando o GPA a expandir sua malha de entregas. A combinação do *e-commerce* com programas de fidelização é o futuro do varejo alimentar. O uso dos dados colhidos do cliente (tanto no comércio físico quanto no digital) para oferta de vantagens e descontos personalizados traz grandes resultados. O cliente *omnichannel* é mais fiel e possui ticket médio maior.

Seguindo a evolução natural de um grande *player* de *e-commerce*, o GPA criou seu próprio *marketplace*. Como já possui grande fluxo recorrente de visitas, dada a natureza do varejo alimentar digital, o grupo pôde aprovei-

tar-se dele para oferecer produtos de terceiros, aumentando o *ticket* médio e as opções para o cliente (estima-se 250 milhões de visitas no *e-commerce* GPA neste ano, com 10 milhões de clientes ativos). O plano do *marketplace* para 2021 é conseguir 400 mil *SKUs* (*stock keeping units*), ou tipos de produto, em sua plataforma, novamente prezando pela manutenção de um patamar de rentabilidade satisfatório (acima de 8% de margem EBITDA). Isso implica seleção de setores de produtos mais rentáveis – vinhos, brinquedos, automotivos, utilidades domésticas e *petshops*, por exemplo.

O potencial desse *marketplace* é enorme e, além do espaço no site, o GPA vai oferecer soluções logísticas aos vendedores 3P, com a construção de galpões logísticos próprios, utilizando a malha específica em conjunto com o Rappi para transporte. Se bem implementado, e dadas as vantagens competitivas que ele combina (gigantes bases de dados dos clientes, alto fluxo recorrente e logística de baixo custo), é questão de tempo para que esse *marketplace* esteja entre os principais do Brasil.

Passando agora ao Grupo Éxito: sua situação é similar à das operações no Brasil – modernização de lojas, adoção de novas estratégias de sortimento, reformas para bandeiras melhores etc. Há ainda um ganho de sinergia a ser capturado da compra do grupo pelo GPA, seja na área tecnológica seja na parte do *management*. Sobre precificação: o GPA pagou pelo Grupo Éxito R$ 9,5 bihões (ou R$ 11,4 bihões, considerando a desvalorização do real frente ao peso colombiano). Mesmo que tenha pago caro – o prêmio em relação ao preço da ação no anúncio da OPA foi de 20% –, temos a adição de ao menos R$ 9 bilhões ao EV do GPA.

A dívida líquida do GPA atualmente é de R$ 9,8 bilhões, da qual ao menos R$ 2 bilhões pertencem ao Assaí, o que deixaria no máximo R$ 8 bilhões de dívida líquida para o resto. Ou seja: mesmo se o Éxito concentrasse toda a dívida restante do grupo, seu valor de mercado mínimo seria de R$ 1 bilhão. Faltaria somar o Multivarejo para totalizar a soma das partes. O Multivarejo sem dívidas, na pior das hipóteses, com alta depreciação e *leasing*, valeria mais de R$ 5 bilhões, a um múltiplo baixo, de 10 vezes P/E 2020, dado que em nove meses gerou R$ 723 milhões de EBITDA.

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20
GPA CONSOLIDADO - PCAR3											
Receita Líquida (R$ milhões)	**11.343**	**11.775**	**12.258**	**49.388**	**12.709**	**13.081**	**13.524**	**56.635**	**19.682**	**20.766**	**21.289**
Crescimento (% ano)	*8%*	*10%*	*12%*	*11%*	*12%*	*11%*	*10%*	*15%*	*55%*	*59%*	*57%*
EBITDA (R$ milhões)	**741**	**1.265**	**868**	**4.158**	**858**	**855**	**964**	**3.967**	**1.191**	**1.577**	**1.663**
Margem (%)	*6,5%*	*10,7%*	*7,1%*	*8,4%*	*6,8%*	*6,5%*	*7,1%*	*7,0%*	*6,1%*	*7,6%*	*7,8%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**249**	**561**	**136**	**1.286**	**199**	**401**	**138**	**836**	**-109**	**382**	**428**
Margem (%)	*2,2%*	*4,8%*	*1,1%*	*2,6%*	*1,6%*	*3,1%*	*1,0%*	*1,5%*	*-0,6%*	*1,8%*	*2,0%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	**3.588**	**2.631**	**3.822**	**919**	**4.079**	**1.398**	**2.341**	**6.154**	**11.207**	**9.456**	**9.785**
Alavancagem (x)	*1,5*	*1,0*	*1,4*	*0,2*	*1,3*	*0,5*	*0,9*	*1,6*	*2,5*	*2,2*	*2,1*
Market Cap (R$ milhões)	**17.631**	**20.746**	**23.312**	**21.590**	**24.384**	**25.243**	**22.365**	**23.592**	**17.766**	**19.009**	**18.697**
Valorização 12 meses					*38,3%*	*21,7%*	*-4,1%*	*9,3%*	*-27,1%*	*-24,7%*	*-16,4%*
EV (R$ milhões)	**21.219**	**23.377**	**27.134**	**22.509**	**28.463**	**26.641**	**24.706**	**29.746**	**28.973**	**28.465**	**28.482**
Variação EV 12 meses					*34%*	*14%*	*-9%*	*32%*	*2%*	*7%*	*15%*

Comentados os aspectos operacionais do GPA, vamos à parte financeira – e nela percebe-se o grande impacto da despesa financeira nos resultados do Multivarejo e do Grupo Éxito. Apesar de gerarem lucros operacionais substanciais (comparáveis aos do Assaí, quando somados), não conseguem convertê-los em lucro líquido – efeito dos juros de empréstimos e *leasings*. Dessa forma, o *spin-off* é uma grande responsabilidade, já que essas operações não contarão mais com o seguro fluxo de caixa do Assaí.

Sabendo disso, o Casino tem monetizado os ativos maduros ou *non-core* do grupo, de forma a diminuir esse impacto e trazer as operações de volta ao lucro. O ganho tributário de R$ 1,2 bilhão anunciado neste mês ajuda, mas não basta, dado o prazo de monetização em cinco anos. Dessa forma, o GPA segue com a venda de terrenos maduros, convertendo dívida financeira de debêntures e empréstimos bancários em *leasing*, e avalia a venda de ativos na Argentina e da CNova. A participação do GPA de 34% na CNova, listada na bolsa francesa, vale entre R$ 1,5 bilhão e R$ 2 bilhões. Com tais recursos e uma estratégia corretamente implementada, acreditamos que a operação vá ocasionar grande mudança de patamar nos próximos anos e tornar-se sustentavelmente lucrativa. Além disso, no que tange à operação, o *spin-off* pode destravar o Assaí, que poderá captar com um custo menor, será mais ágil e terá menos conflito na tomada de decisões estratégicas. O potencial de gerar valor e o mercado precificar a geração de valor é óbvia, embora as ações da GPA ainda não arbitrarem este potencial.

Sobre o resultado do 3T20, vimos que ele foi afetado por uma dinâmica específica do cenário de pandemia. Enquanto algumas lojas do interior e do litoral estavam com SSS de até três dígitos, as das capitais (onde o GPA é mais concentrado) mostravam grande queda nas vendas. Espera-se que, quando a situação da localidade de residência se normalizar, com a volta do trabalho presencial e das aulas, os níveis de lucratividade retornem ao normal. Além disso, o *food service*, fortemente restringido na pandemia, é uma fonte de receita importante para a bandeira Pão de Açúcar. Da mesma forma, o *lockdown* na Colômbia, principal fonte de receita do Grupo Éxito, foi bastante severo. Como a companhia possui operação relevante em *shopping centers*, o resultado também foi afetado. Apesar disso, em setembro o *lockdown* foi suspenso na Colômbia, de forma que o resultado melhorou de modo considerável já em novembro, antecipando um 4T20 melhor.

Em síntese: esperamos que, na ocasião do *spin-off* do Assaí, a parte do valor de PCAR3 referente a esse ativo será bem precificada – e ela representa praticamente o valor de mercado de PCAR3 atualmente. Quanto ao resto do grupo, a monetização de ativos e consequente diminuição da despesa financeira, bem como a própria melhora operacional com a implementação das estratégias mencionadas, deverão contribuir aos poucos para a percepção de valor. Para isso contribuirá a gradual diminuição do impacto não-recorrente da pandemia, que irá, por sua vez, contribuir para aumentar lucratividade e geração de caixa.

O GPA é um negócio de grande complexidade e, acreditamos, mal compreendido e até desprezado pelos investidores que não analisam mais a fundo, ou simplesmente evitam analisar ou investir. Suas ações acabam, assim, bastante descontadas. Mas o IPO da Assaí poderá ser o catalisador para nova precificação do GPA. A título de comparação: o GPA teve faturamento 3,2 maior que o do Magazine Luiza – uma *darling* do mercado no ano até setembro –, cujo valor em bolsa é 8,5 maior. Relativamente às vendas, a Magalu está 27 vezes mais cara que a PCAR3, que teve lucro líquido 3,4 vezes maior, ou seja, uma margem líquida muito semelhante. Esse fato torna a diferença de valor na bolsa ainda mais discrepante. Em nossa opinião, essa diferença entre preço e valor não tem absolutamente nenhum sentido – mas eis aí a beleza de nosso mercado: as oportunidades e a possibilidade de arbitrar tais precificações.

São Martinho – SMTO3

Trata-se de uma das empresas de maior rentabilidade do mundo no setor sucroalcooleiro, o que se vê em sua consistente margem EBITDA – cerca de 50%, mesmo em ciclos de preços baixos. É também uma das mais sustentáveis no conjunto de operações agrícolas e industriais. Não por acaso foi considerada a melhor empresa do Brasil em 2019 pela publicação *Valor 1000*.

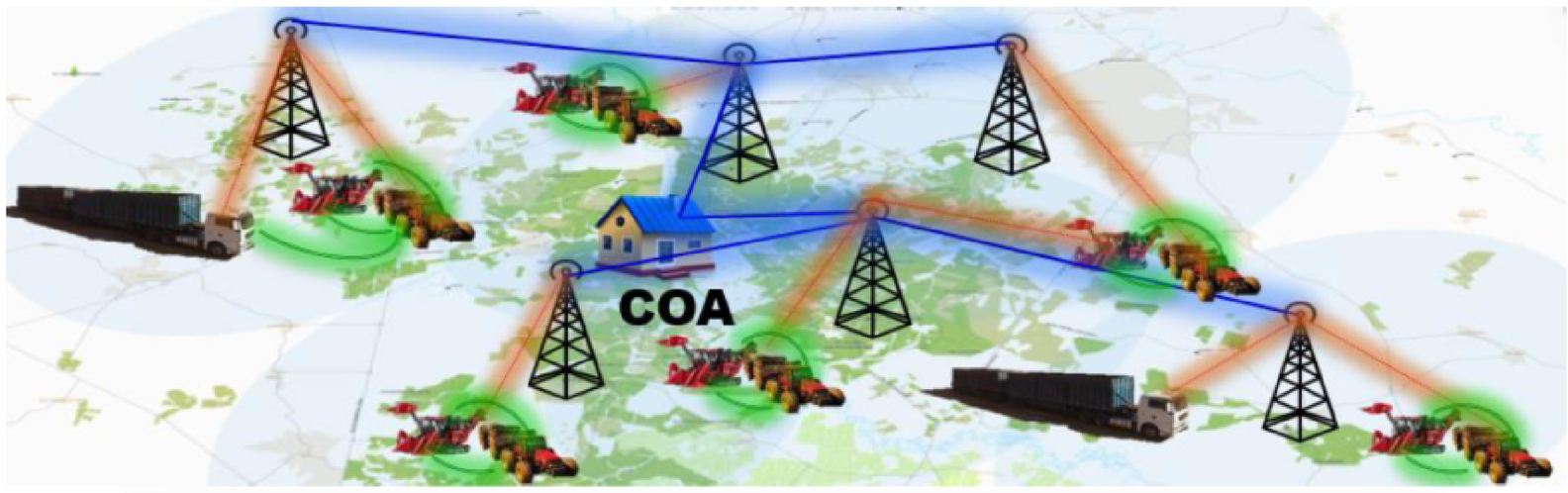
Tamanha rentabilidade pode ser relacionada à maturidade e à qualidade dos canaviais, produzindo com um *yield* elevado (acima de 80 t/hectare), ao relativamente baixo capex (investimentos agrícolas e de manutenção)

necessário, à eficiente operação logística dentro e fora de suas usinas e à economia de escala, que dilui custos fixos. Outros atributos diferenciais são: produção de parte do adubo orgânico a partir de resíduos industriais, cogeração de energia elétrica para uso próprio e comercialização e canaviais próximos às usinas, além da produção da maior parte da cana em áreas próprias ou arrendadas e o uso intenso de tecnologia (veja a seguir).

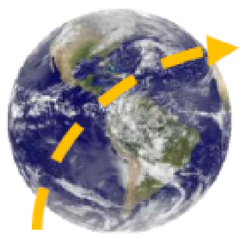
1. Projeto COA: Agricultura 4.0

9

- ✓ Rede 4G privada
- ✓ Diagnósticos remotos
- ✓ Manutenção remota dos equipamentos
- ✓ Melhor eficiência dos equipamentos
- ✓ Maior disponibilidade e confiabilidade dos equipamentos
- ✓ Manutenção e correção preventivas



Gestão Agrícola Diária da SMTO



+4x

Colhedora (ton/dia)

~80% mais eficiente vs. pares

Caminhões (ton/dia)

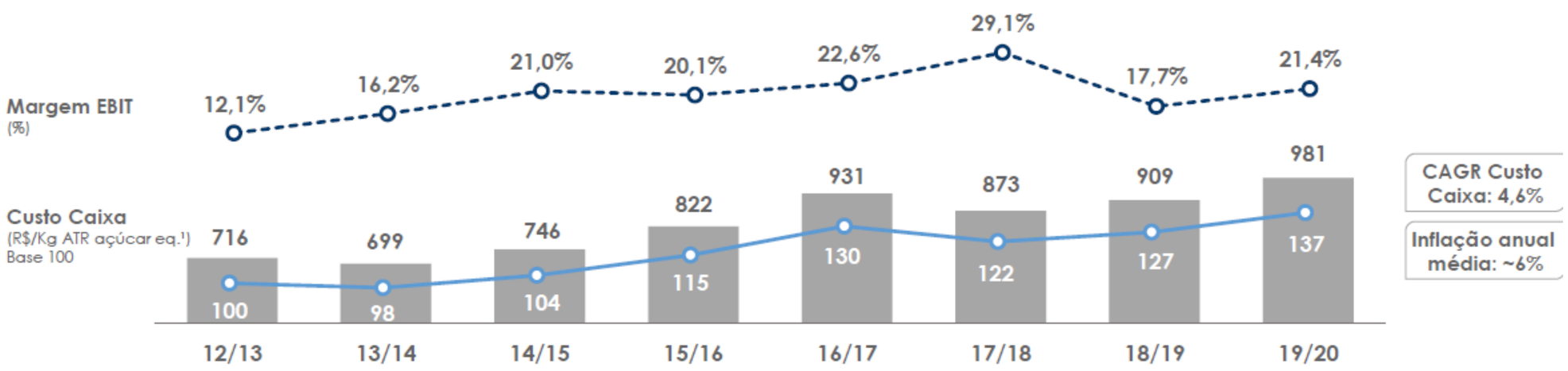
~25% mais eficiente vs. pares

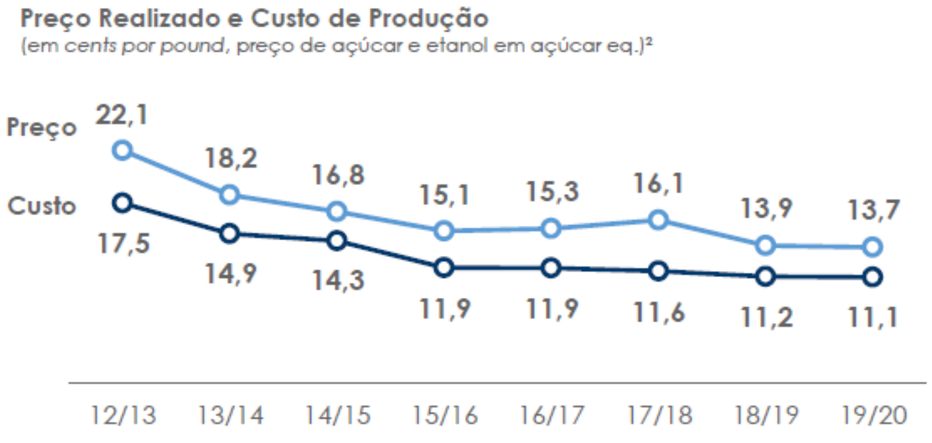
Tais fatores, combinados à sua estratégia de *hedge*, levam a uma consistente geração de caixa, apesar da volatilidade dos preços de etanol e açúcar. Ao longo dos últimos dois anos, a companhia vem investindo em projetos focados no aumento da rentabilidade operacional e no retorno sobre os ativos econômicos – princípio básico do EVA que constitui um dos vértices do tripé de investimentos da Trígono.

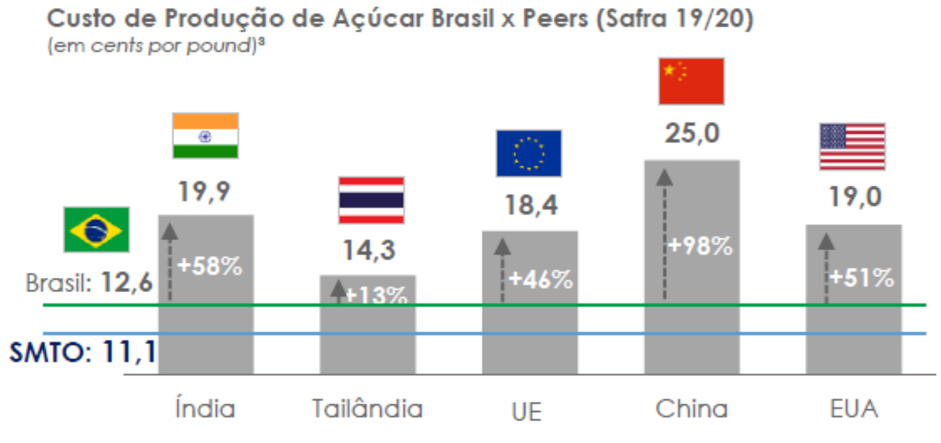
São projetos como o de cogeração de energia elétrica (200 MW adicionais, com início de operações em abril de 2023), a maturação do processo de plantio de cana utilizando meiose e o COA (controle via satélite de equipamentos móveis), que otimizam e integram toda a operação agrícola. Este último, aliás, além de ser um importante *driver* de rentabilidade, reforça o posicionamento da São Martinho como protagonistas da inovação no campo de maneira sustentável.

Disciplina nos custos permite surfar qualquer cenário de preços

5







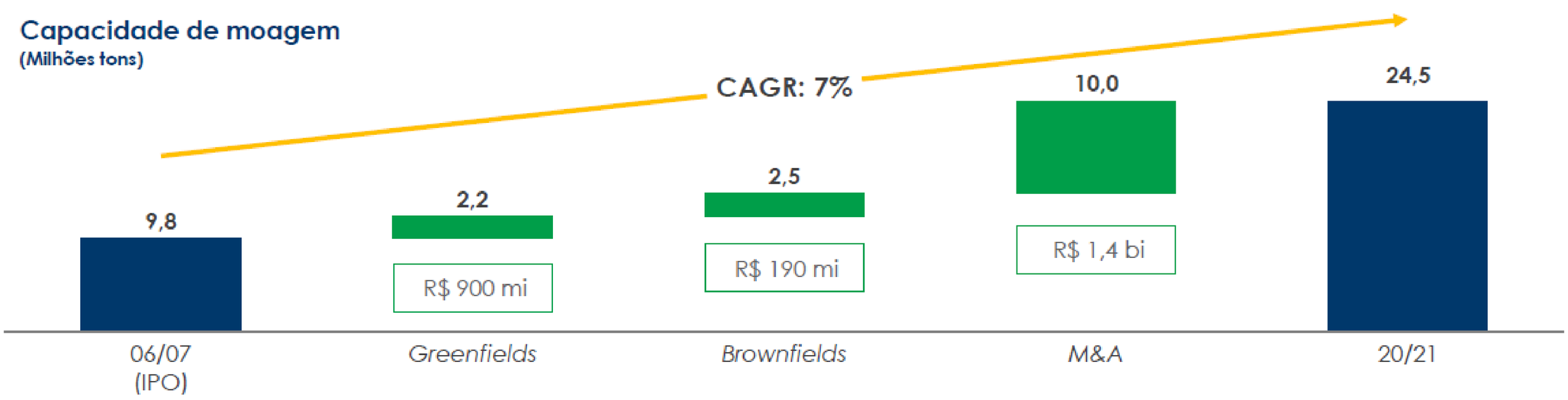
Analisando os dados operacionais, ficam evidentes os ganhos de produtividade alcançados nos últimos dois anos: o salto foi de 79,5 t/ha da safra 2017/18 para as 84,6 t/ha da safra atual. Na atual safra (2020/21, já encerrada), a São Martinho atingiu 22,5 milhões de toneladas de cana processada: praticamente igual à safra 2019/20 (22,6 mmt) mas11% acima da safra 2018/19. A expectativa é atingir seu máximo de capacidade instalada, de 24 milhões de toneladas, em dois anos, dependendo da produção de cana própria e de terceiros, além do clima.

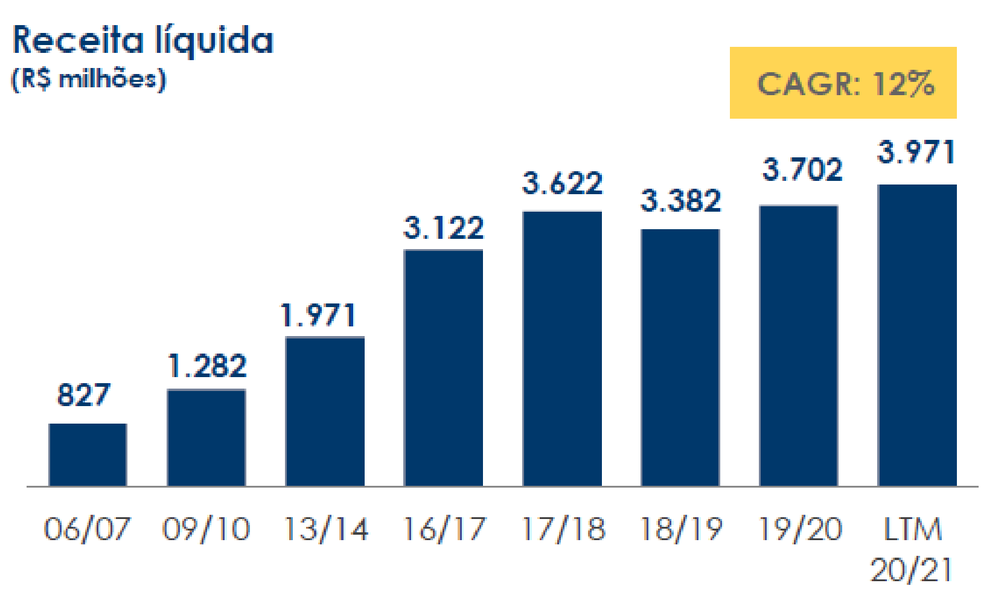
Quanto aos indicadores financeiros, apesar do crescimento modesto nas receitas, de 14% (R$ 4,1 bilhões nos últimos 12 meses, contra R$ 3,6 bilhões na safra 2017/18), sua contínua expansão nas margens e seu crescimento físico fizeram seu lucro líquido saltar mais de 90%, para R$ 940 milhões nos últimos 12 meses, contra R$ 492 milhões na safra 2017/18. Esse resultado inclui cerca de R$ 300 milhões líquidos decorrentes de indenização relacionada ao processo junto ao IAA (Instituto do Álcool e Açúcar) em favor da Coopersucar – a São Martinho era cooperada, com 13% de participação, e tem direito ao mesmo percentual das demandas judiciais da Coopersucar contra o IAA.

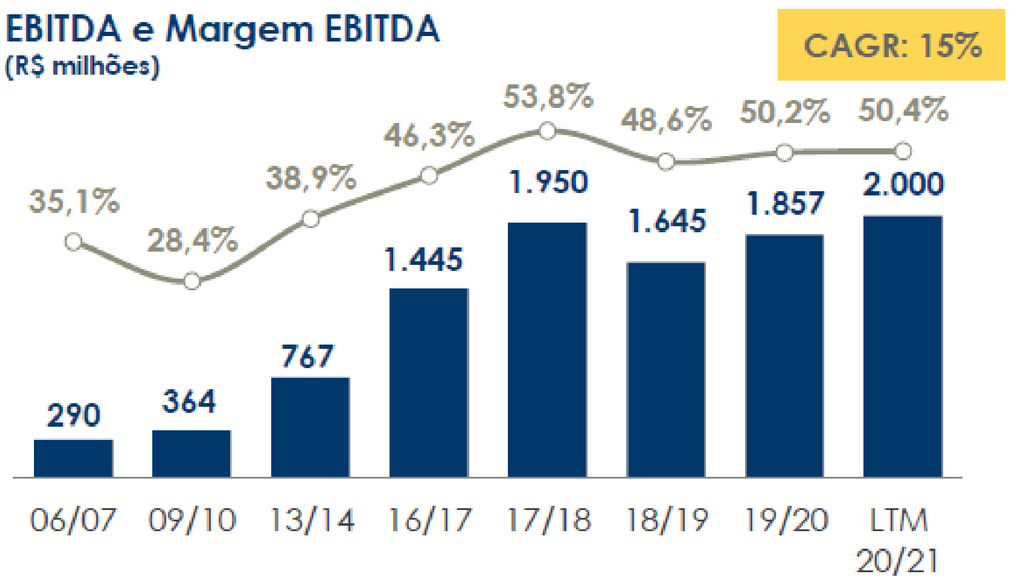
A empresa tem a receber ainda mais de R$ 1 bilhão relacionados ao mesmo processo, não contabilizados nos resultados (isso só ocorre mediante recebimento) e discute judicialmente (deposita o Imposto de Renda a pagar) a tributação de tais créditos. Afinal, indenizações – caso da ação contra o IAA – são isentas de IR, embora o apetite do leão esteja na cabeça da Receita Federal.

As imagens abaixo mostram crescimento sustentável, com expansão de margens, multiplicando sua capacidade de esmagamento de cana em 2,5 vezes desde o IPO em 2007. Mais importante: o preço do açúcar despencou no mercado internacional – foram 25% de baixa nos últimos sete anos (o que abre perspectivas de uma recuperação já em curso) –, mas as receitas da empresa dobraram nesse período e a margem EBITDA saltou mais de 10 pontos percentuais, saindo de menos de 40% e consolidando-se acima de 50%. Isso numa conjuntura desfavorável de mercado e câmbio (este sendo corrigido apenas em 2020).

Como a Companhia vem crescendo ao longo dos anos?







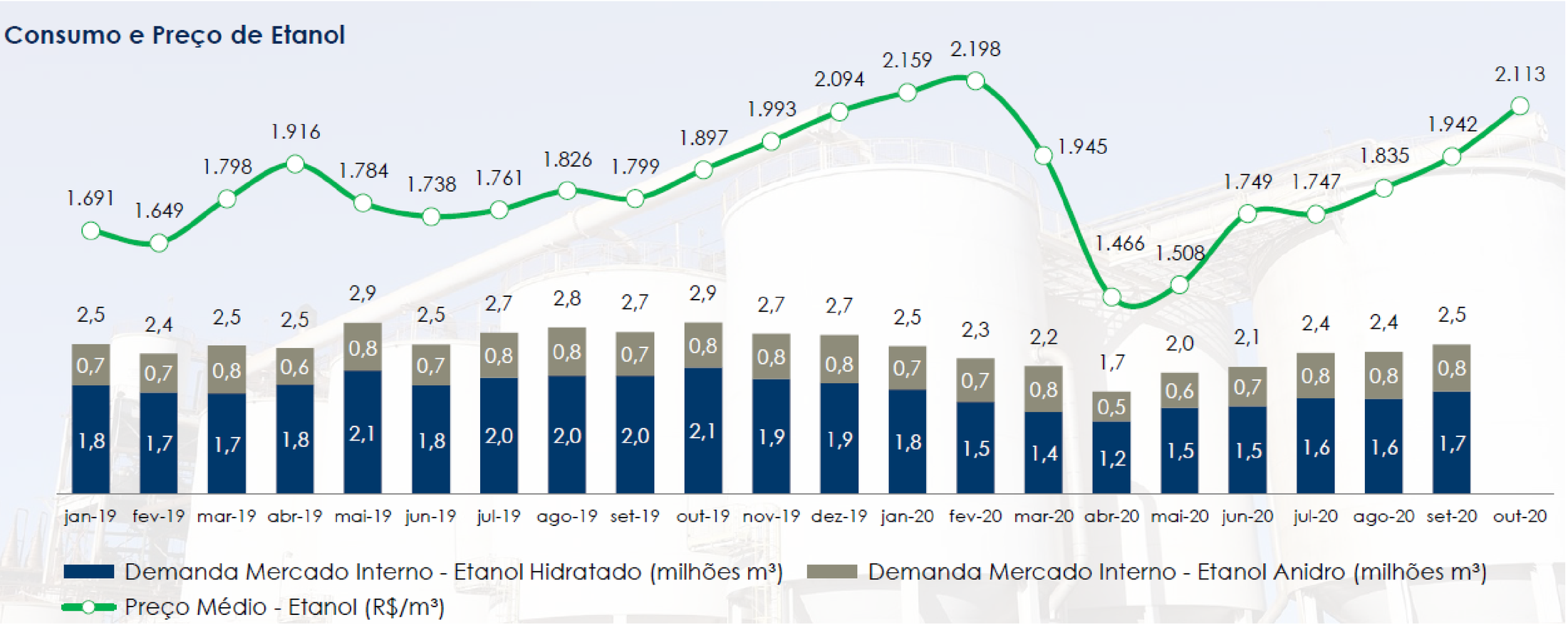
Alavancagem financeira nunca foi preocupação: com dívida líquida de apenas 1,4 vez o EBITDA nos últimos 12 meses e sem grandes investimentos ou aquisições no radar, consideramos a São Martinho subalavancada e apta a aumentar de forma significativa seus dividendos. A empresa ainda pratica de forma recorrente a recompra de ações para tesouraria, com o que concordamos plenamente. Talvez possa investir em etanol de milho,

aproveitando sinergias das unidades em Pradópolis (SP) e Goiás e a cogeração de energia destas unidades, fator importante no etanol de milho.

	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20	2020	1T21	2T21
São Martinho											
Receita Líquida (R$ milhões)	3,622	771	643	843	3,382	755	770	1,030	3,702	1,025	926
Crescimento (%)	*16%*	*-11%*	*-13%*	*-6%*	*-7%*	*-2%*	*20%*	*22%*	*9%*	*36%*	*20%*
EBITDA (R$ milhões)	1,950	401	316	417	1,645	348	388	541	1,857	491	476
Margem (%)	*54%*	*52%*	*49%*	*50%*	*49%*	*46%*	*50%*	*53%*	*50%*	*48%*	*51%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	492	104	59	66	314	96	93	355	662	123	344
Margem (%)	*14%*	*13%*	*9%*	*8%*	*9%*	*13%*	*12%*	*34%*	*18%*	*12%*	*37%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	2,463	2,651	3,091	3,105	2,402	2,556	3,119	2,951	2,879	2,942	2,880
Alavancagem (x)	*1.3*	*1.4*	*1.7*	*1.8*	*1.5*	*1.6*	*1.9*	*1.7*	*1.6*	*1.5*	*1.4*
Market Cap (R$ milhões)	6,262	6,262	6,427	6,381	6,434	7,065	6,611	8,246	5,125	7,354	7,552
Valorização 12 meses					*3%*	*13%*	*3%*	*29%*	*-20%*	*4%*	*14%*
EV (R$ milhões)	9,185	8,725	9,074	9,493	9,546	9,482	11,398	12,728	9,692	11,952	12,150
Variação EV 12 meses					*4%*	*9%*	*26%*	*34%*	*2%*	*26%*	*7%*

O preço internacional de açúcar em dólar vem recuperando-se ao longo da safra 2020/21, impulsionado pela menor produção na Tailândia e possivelmente no Brasil, além da indefinição do subsídio à exportação dado pelo governo indiano aos seus produtores e da demanda que se vem sustentando mesmo com a pandemia. Cabe destacar que a Índia deverá adicionar 10% de etanol à gasolina até 2030 (zero atualmente), retirando parte da cana destinada ao açúcar, fato que ajudará no fortalecimento do preço nos próximos anos. A China segue o mesmo caminho e em 2020 tornou-se grande importador de açúcar do Brasil, fato inédito até então.

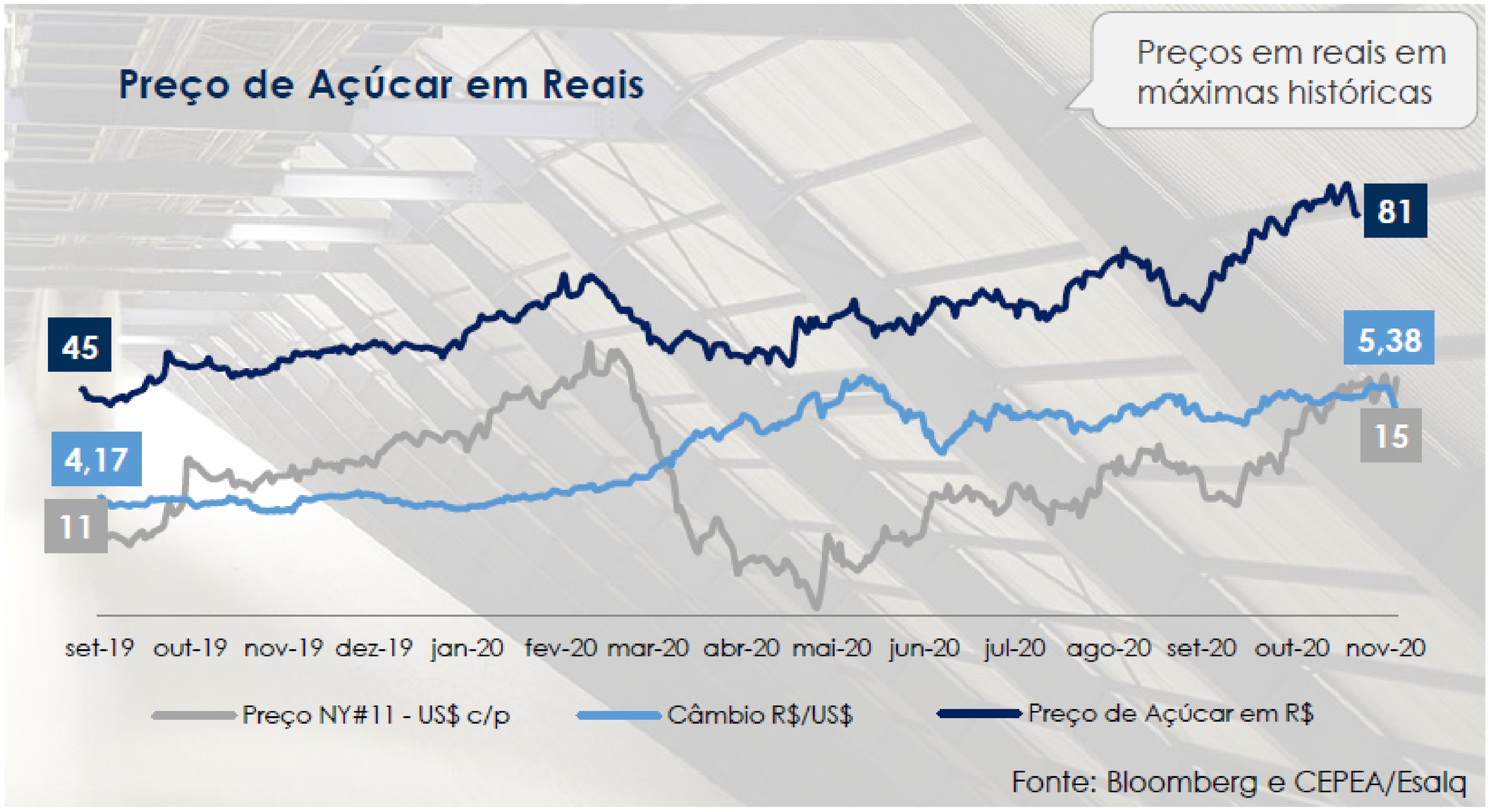
Combinada com este movimento, a desvalorização cambial no período elevou os preços de açúcar em moeda local para máximas históricas – quase 60% acima do preço do ano passado – apresentando um prêmio consistente em relação à remuneração do etanol, cujo preço em dólar ainda apresenta valorização de 20%, superior à de 2019 neste momento.



A empresa tem fechado a venda de açúcar para a safra 2021/22 com preço excelente: até o encerramento do 2T21 (set/20), a companhia acumulava aproximadamente 588 mil toneladas de açúcar (95% da cana própria) ao preço médio de R$ 1.432/t. Para a safra 2021/22, as fixações totalizavam 652 mil toneladas, ao preço médio de cerca de R$ 1.540/t (+8%), volume que corresponde a 44% da fixação de preços da cana própria, ou seja, menos da metade, e ainda poderá capturar novas altas no preço do açúcar.

Nas últimas semanas, intensificou-se a preocupação entre as usinas acerca de possível redução na produção de cana para o próximo ano – reflexo do déficit hídrico que atinge boa parte das regiões canavieiras do Centro-Sul. Ainda que se admita que muita água pode rolar por debaixo da ponte, ou muita chuva ainda pode cair

sobre os canaviais até março (e contando com a bondade dos leitores para perdoar os trocadilhos), já se fala em perda de ao menos 5% na produção de cana para a safra 2021/2022. Isso significa redução de 4 milhões de toneladas de açúcar na região e sustentação – ou até elevação – nos preços internacionais.



Por fim, outro fato relevante que contribui para um futuro ainda mais promissor para o setor e para a São Martinho: Joe Biden eleito presidente dos EUA. Alinhado com as preocupações sobre o efeito estufa, Biden deverá privilegiar energias limpas e renováveis e voltar a aderir ao Acordo de Paris. Isso beneficiaria o consumo de etanol nos EUA e a negociação de créditos de carbono. Na divulgação dos resultados do 2T21, de setembro, a companhia possuía 631 mil CBIOs (créditos de carbono certificados – cada tonelada de CO_2 capturado vale um crédito) emitidos. A comercialização destes títulos, após sua escrituração, ocorre com as distribuidoras de combustíveis, que têm metas de aquisição estabelecidas pelo programa RenovaBio. Esses certificados têm sido negociados entre R$ 45 e R$ 50 cada um. A fim de comparação, os créditos equivalentes ao CBIOSs (LCFS – *Low Carbon Fuel Standard*) negociados na bolsa americana valem em torno de US$ 200.

Se o investidor se interessar em saber mais sobre o histórico da companhia, segue o link da nossa resenha de setembro. O mercado de crédito de carbono deverá ganhar tração no Brasil, e com grande potencial de valorização dos CBIOs – especialmente se o país passar a "exportar" CBIOs para empresas emissoras de CO_2, especialmente petrolíferas, termelétricas e várias indústrias, especialmente as consumidoras de energia térmica de carvão, o grande vilão do efeito estufa.

Nos últimos cinco anos até setembro de 2020, as ações SMTO3 tiveram retorno de 82%, contra 167% do índice Small Caps-SMLL e 110% do Ibovespa. O desempenho bastante positivo da empresa contrasta com o preço de suas ações, com retorno bastante inferior ao dos indicadores de mercado, ainda mais se lembrarmos que as receitas da empresa estão relacionadas ao câmbio.

A São Martinho integra nossa carteira Trígono Flagship Small Caps desde o seu início em 23 de abril de 2018. Neste período suas ações proporcionaram ganho de 35%, comparado a 86% do fundo e 39% do índice SMLL. As ações apresentaram liquidez diária média de R$ 25,1 milhões nos últimos 90 dias.

Schulz PN – SHUL4

Dedicada à produção de compressores e componentes automotivos para veículos pesados, a Schulz vê suas

vendas crescerem há dois anos devido à retomada da demanda por veículos pesados (seu principal mercado), como caminhões, tratores e máquinas *offroad*, área conhecida também como linha amarela. No segmento de compressores (cerca de 25% de seu faturamento), inovação e lançamentos têm contribuído para a evolução de suas receitas. Considerando os itens voltados para compressores e ferramentas, a Schulz oferece mais de mil diferentes produtos numa ampla linha de atuação, do segmento doméstico aos usos profissional e industrial.

A margem de rentabilidade operacional medida pelo EBITDA vinha mantendo-se entre 13% e 14% desde 2018. No entanto, a despeito da pandemia e da consequente retração das vendas, em 2020 a margem EBITDA recuperou-se e deve sustentar-se – e até crescer – nos próximos anos. Esse desempenho reflete uma combinação de fatores, entre os quais destacamos a desvalorização cambial, o lançamento de produtos e a agregação de valor, com intensificação de usinagem e produção de sistemas (completos ou parciais).

Com a pandemia, tais efeitos não foram inteiramente capturados nos resultados – houve forte queda de produção e receitas no 2T20. A retomada da produção deverá ampliar receitas e margens nos próximos trimestres (e anos), e a capacidade de fundição em 25% (investimentos em andamento), continuando a agregar valor aos produtos.

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3Q20
Schulz PN - SHUL4											
Receita Líquida (R$ milhões)	**208**	**231**	**257**	**947**	**237**	**285**	**286**	**1.060**	**234**	**179**	**293**
Crescimento (% ano)	*45%*	*33%*	*41%*	*38%*	*14%*	*23%*	*11%*	*12%*	*-1%*	*-37%*	*2%*
EBITDA (R$ milhões)	**27**	**32**	**37**	**122**	**31**	**40**	**41**	**138**	**34**	**29**	**47**
Margem (%)	*13,1%*	*13,9%*	*14,5%*	*12,9%*	*13,1%*	*13,9%*	*14,4%*	*13,0%*	*14,4%*	*16,4%*	*16,0%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**12**	**16**	**22**	**70**	**19**	**27**	**30**	**97**	**16**	**13**	**31**
Margem (%)	*5,9%*	*6,7%*	*8,6%*	*7,4%*	*7,8%*	*9,3%*	*10,6%*	*9,2%*	*6,7%*	*7,4%*	*10,5%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	**138**	**178**	**195**	**216**	**225**	**241**	**210**	**219**	**230**	**186**	**204**
Alavancagem (x)	*1,4*	*1,6*	*1,6*	*1,8*	*1,8*	*1,8*	*1,5*	*1,6*	*1,6*	*1,4*	*1,5*
Market Cap (R$ milhões)	**496**	**428**	**446**	**622**	**664**	**733**	**772**	**902**	**648**	**959**	**1.088**
Valorização 12 meses					*34%*	*71%*	*73%*	*45%*	*-2%*	*31%*	*41%*
EV (R$ milhões)	**633**	**605**	**641**	**838**	**889**	**974**	**982**	**1.121**	**878**	**1.145**	**1.292**
Variação EV 12 meses					*40%*	*61%*	*53%*	*34%*	*-1%*	*18%*	*32%*

Ao longo de nove meses em 2020, a despeito da pandemia, a Schulz investiu R$ 105 milhões (R$ 45 milhões só no 3T20), incluindo a compra de uma área de 68.500 m², com 11.800 m² de área construída. Para lá será deslocada a divisão de compressores, abrindo espaço para que, na área da atual fábrica, as atividades da divisão automotiva sejam ampliadas, consonante com a expansão da fundição e incrementando a capacidade de usinagem. O objetivo da empresa é ter 100% dos produtos já pintados e usinados, melhorando a eficiência das montadoras ao eliminar esta etapa das suas linhas de produção. Esse movimento mostra confiança no cresci-

mento – ao contrário da quase totalidade das empresas, que no pós-pandemia reduziram drasticamente seus investimentos.

A margem líquida, que oscilou entre 6% e 10,5%, deverá evoluir de forma positiva pelos mesmos motivos que devem impulsionar o EBITDA. A cotação de suas ações tem mostrado reação positiva, mesmo num ano difícil como tem sido 2020: nos nove meses até setembro, o ganho acumulado foi de 41% (contra uma queda de 10% do Ibovespa). Acreditamos que o mercado está antecipando a evolução dos negócios da Schulz: embora o crescimento em curso e a ampliação das margens de rentabilidade ainda estejam subestimadas, já se atingiu um patamar superior ao histórico.

Com tudo isso – expansão, ganhos de produtividade, produtos de maior valor agregado (notadamente incremento na usinagem) e lançamentos na linha de compressores com as mais modernas tecnologias–, a Schulz mudará definitivamente de patamar. Há ainda o aumento da presença nos EUA, onde abriu um centro de distribuição em Acworth, na região metropolitana de Atlanta (sede da WEG Américas).

Por fim, mesmo com a retração no 2T20 e perdas sentidas no 3T20, nos últimos 12 meses os investimentos foram de R$ 120 milhões e a Schulz reduziu sua dívida líquida de R$ 210 milhões (set/19) para R$ 204 milhões (set/20). Sua posição de caixa em setembro era de R$ 475 milhões, dos quais R$ 324 milhões em moeda estrangeira – frente a R$ 299 milhões de endividamento de curto prazo, proporcionando amplo conforto de liquidez. O índice de alavancagem, considerando a dívida líquida em relação ao EBITDA dos últimos 12 meses, ficou entre 1,4 vez e 1,8 vez (ante 1,5 vez em set/19). A empresa ainda não anunciou os créditos indenizatórios relacionados à tributação indevida de PIS e Confins. Isso poderá ter impacto positivo em seus resultados, embora não recorrente, e fluxo de caixa com a recuperação destes créditos que estimamos num prazo entre 24 e 36 meses.

Em síntese, a Schulz destaca-se pelo desempenho positivo num ano no qual não faltaram dificuldades (muito ao contrário). A empresa está apta para um salto de crescimento em receitas e margens de rentabilidade, enquanto mantém um sólido perfil financeiro. Gestão exemplar e grandes multinacionais como principais clientes fazem da Schulz um fornecedor confiável para cumprir os mais rigorosos quesitos de qualidade e tecnologia, haja vista os diversos prêmios recebidos das mais exigentes multinacionais, como Volvo e Caterpillar, entre outras, e várias certificações que permitem exportações para os mercados mais seletivos.

O que pesa em contrário é o fato de ser negociada no nível básico da B3, por meio das ações SHUL4 e com liquidez diária média de R$ 3,1 milhões em 90 dias. Nos cinco anos até setembro, as ações SHUL4 tiveram retorno de 466%, contra 167% do índice Small Caps-SMLL e 110% do Ibovespa. A Schulz é um exemplo típico de empresa inserida no universo *small caps* da Trígono com valor de mercado (em setembro) de R$ 1,1 bilhão e praticamente sem cobertura por parte das corretoras de valores e consultorias de investimentos. Ela muito nos encanta, no entanto: basta ver o retorno de suas ações e suas perspectivas bastante promissoras para entender o porquê.

A Schulz integra nossa carteira Trígono Flagship Small Caps desde o seu início em 23 de abril de 2018. Neste período, suas ações proporcionaram retorno de 134% (contra 86% do fundo e 39% do índice SMLL).

Suzano – SUZB3

É a maior produtora de celulose de eucalipto (fibra curta) do mundo. Empresa integrada e verticalizada, das florestas à logística de distribuição global, atende mais de 86 países. Sua atual capacidade de produção é de 12,3 milhões de toneladas por ano – 80% de celulose de fibra curta e o restante de *tissue* (papéis descartáveis e de uso sanitário) e papéis para impressão e escrita.

Seus 1,3 milhão de hectares de florestas permitem verticalizar os negócios e participar da geração de energia, com biomassa de resíduos florestais e industriais. A empresa anunciou recentemente a venda de 21 mil hectares de florestas no Estado de São Paulo por R$ 1,1 bilhão, transação que demonstra o elevado valor destes ativos (mais de R$ 50 mil/hectare).

O ano de 2019 foi marcado pela conclusão da combinação de ativos com a Fibria – outra gigante do setor, adquirida pela Suzano no final de 2018. A empresa está fundindo sete integrantes de seu conglomerado (Fibria inclusive), o que deverá reduzir custos administrativos e operacionais. Ao longo do ano, a companhia teve a difícil missão de unificar culturas organizacionais e integrar processos e sistemas para capturar sinergias nas operações com a Fibria, estimadas entre R$ 1,1 bilhão e R$ 1,2 bilhão anuais (e o processo de captura continua).

No âmbito externo, ao longo do ano passado o cenário no mercado de celulose foi adverso em razão da queda brusca no preço da *commodity*. Isso se agravou devido a eventos macroeconômicos, como a guerra comercial entre China e EUA e o enfraquecimento da economia europeia.

	1Q18	2Q18	3Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20
Suzano - SUZB3											
Receita Líquida (R$ milhões)	**6,692**	**7,926**	**9,842**	31,702	**5,699**	**6,665**	**6,600**	26,013	**6,981**	**7,996**	**7,471**
Crescimento (% ano)					*-15%*	*-16%*	*-33%*	*-18%*	*22%*	*20%*	*13%*
EBITDA (R$ milhões)	**3,352**	**4,071**	**5,387**	16,361	**2,761**	**3,101**	**2,396**	10,724	**3,026**	**4,180**	**3,779**
Margem (%)	*50.1%*	*51.4%*	*54.7%*	*51.6%*	*48.4%*	*46.5%*	*36.3%*	*41.2%*	*43.3%*	*52.3%*	*50.6%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**1,428**	**(2,060)**	**1,022**	3,378	**(1,229)**	**700**	**(3,460)**	(2,815)	**(13,419)**	**(2,053)**	**(1,158)**
Margem (%)	*21.3%*	-	*10.4%*	*10.7%*	-	*10.5%*	-	-	-	-	-
Dívida Líquida (R$ milhões)	**21,766**	**23,738**	**23,391**	24,635	**53,806**	**52,508**	**55,231**	54,106	**66,043**	**67,941**	**68,731**
Alavancagem (x)	*1.9*	*1.8*	*1.5*	*1.5*	*3.4*	*3.5*	*4.7*	*5.0*	*6.0*	*5.6*	*5.1*
Market Cap (R$ milhões)	**36,429**	**49,187**	**52,589**	41,651	**62,806**	**44,322**	**45,401**	53,537	**48,229**	**49,638**	**61,457**
Valorização 12 meses					*72%*	*-10%*	*-14%*	*29%*	*-23%*	*12%*	*35%*
EV (R$ milhões)	**45,912**	**58,450**	**62,533**	51,917	**73,072**	**102,442**	**104,873**	107,937	**114,630**	**117,882**	**130,493**
Variação EV 12 meses					*59%*	*75%*	*68%*	*108%*	*57%*	*15%*	*24%*

Somados ao câmbio valorizado até então, tais fatores explicam os resultados financeiros ao longo dos trimestres de 2019: receita líquida acumulada (R$ 26 bilhões) 18% menor que a de 2018, EBITDA de R$ 10,7 bilhões (34% menor) e prejuízo de R$ 2,8 bilhões. O ano de 2020 também começou desafiador: a pandemia do coronavírus afetou inicialmente a demanda mundial de celulose à medida que a queda nos PIBs mundiais e a paralisação de fábricas e comércio reduziram drasticamente a demanda por papéis para embalagens, imprimir e escrever. Por outro lado, as medidas sanitárias aumentaram a demanda por *tissue*, além de alguns segmentos de embalagens supridos pela Suzano.

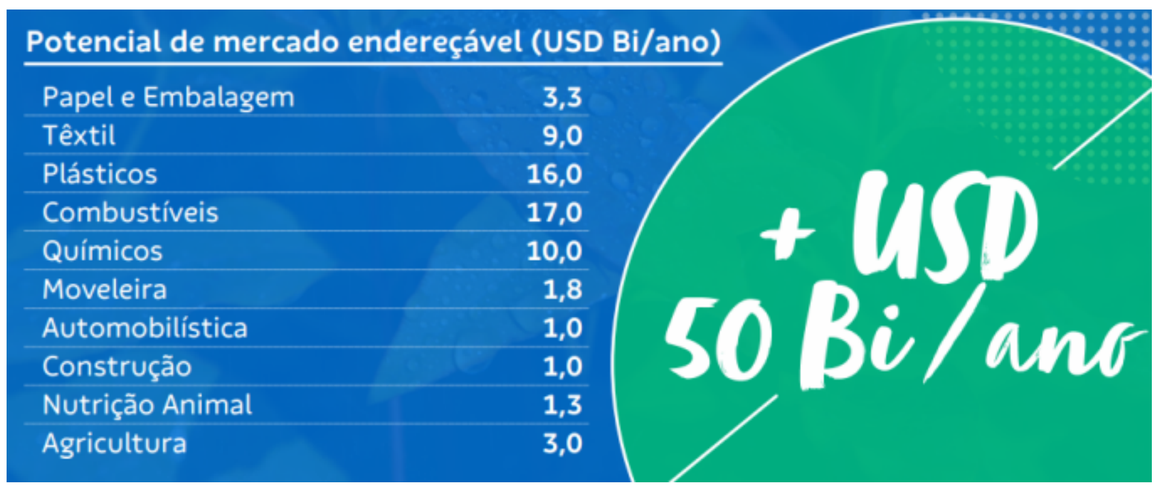
Do lado da oferta, seus clientes asiáticos se encontravam em *lockdown* logo após a celebração do ano novo chinês, o que trouxe dificuldades logísticas de abastecimento. Para tirar vantagem da forte desvalorização cambial e de problemas em alguns países produtores (e por antever uma retomada na demanda global), a companhia transferiu a maior parte das paradas programadas de manutenção para o 2S20 (principalmente o 4T20), e ainda conseguiu desovar grande quantidade de estoques acumulados ao longo de 2019.

Por outro lado, a forte desvalorização do real no período teve impacto negativo relevante em sua política de *hedge*. Tal prática foi orientada no sentido de converter as dívidas contraídas em moeda local, principalmente junto ao BNDES, para moeda estrangeira – vinculando as dívidas às suas receitas em dólar – e para vender dólar a termo, travando parte das receitas. O efeito era esperado e não recorrente, e afetou muitas empresas com receitas em moeda estrangeira que realizaram *hedge* à espera de alta do real após as reformas (notadamente a da Previdência).

Assim, mesmo com os prejuízos reportados ao longo de 2020, a rentabilidade operacional foi favorecida pela desvalorização cambial, controle de custos e sinergias relacionadas à Fibria. As margens EBITDA ficaram novamente acima de 50%, mesmo com a queda de preços da celulose. Durante o ano a companhia também fez um trabalho importante de gestão de passivos para alongar prazos e reduzir juros, recomprando parte de seus *bonds* (2024/25/26) mediante emissão de *bonds* de US$ 750 milhões (aproximadamente R$ 4 bilhões) de dez anos e juros de 3,75%. Essa recente emissão caracterizou-se como *sustainability linked bonds* – associada à meta de lançar menos gases de efeito estufa até 2025. Foi a primeira emissão do tipo no Brasil e a segunda no mundo.

Apesar dos desafios recentes, acreditamos em excelentes perspectivas para a companhia. Tudo indica que o cenário internacional para o preço da celulose esteja mudando no curto e no médio prazo – novos contratos fechados para novembro apontam preço US$ 30/t maior (+6%) na China, além do anúncio de novo aumento de US$ 50/t em dezembro para outros mercados asiáticos e que também deverá aplicar-se em breve na China. As paradas programadas para o próximo trimestre ao redor do mundo (70% das necessidades anuais) devem sustentar esse patamar ou mesmo favorecer novos aumentos. A retomada das aulas presenciais e a volta gradativa aos escritórios deverão melhorar a demanda por papel de imprimir e escrever. Além disso, a procura global por celulose tem enorme potencial – um mercado endereçável de US$ 50 bilhões/ano adicionais. Isso porque a mudança nos hábitos de consumo para reduzir o uso de plásticos deve levar a uma migração dos insumos de origem fóssil para as fibras de celulose (principalmente nos setores têxtil, de papel e embalagem, químico e outros).

Além disso, está em curso uma substituição da fibra longa (em escassez global) pela fibra curta, movimento permitido pela ótima qualidade da fibra brasileira e pelas melhorias produtivas nas máquinas de papel. Também a intensificação do uso de papéis sanitários em países em processo de urbanização e maior renda (China e, potencialmente, Índia) favorece o uso de *tissue*, que consome a celulose de eucaliptos (fibra curta). Cabe ainda destacar que, além dos usos tradicionais, a Suzano passou a produzir mais um tipo de celulose, tipo *fluff*, destinada a fraldas e absorventes higiênicos, tipicamente no segmento de consumo e com enorme potencial de crescimento. Está avaliando ainda a produção de celulose solúvel, destinada ao mercado têxtil, substituindo fibras derivadas de petróleo, mais um passo na direção de sustentabilidade e contribuição na descarbonização do planeta.



Por fim, a Suzano tem como meta reduzir em mais de 40 milhões de toneladas a emissão de carbono na atmosfera até 2030, o que vai gerar milhões em créditos de carbono (ou CBIOs) a serem monetizados – uma tonelada de CO_2 capturado equivale a 1 CBIO –, com grande potencial de geração de valor.

Desde que as ações da Suzano (SUZB3) passaram a ser negociadas sob a nova configuração societária (10/11/2017) houve valorização de 139,4% em três anos (até 10/11/2020), enquanto no mesmo período o Ibovespa valorizou-se 45,6%. Acreditamos que os investimentos em ações da Suzano, além do valor intrínseco, estão relacionados à exposição cambial como *hedge* a uma desvalorização do real. Além disso, existe o processo de consolidação mundial do setor de celulose – e no caso específico da Suzano, queda gradativa dos custos, acelerada pelas sinergias relacionadas à aquisição da Fibria.

O setor é amigo do meio-ambiente, sendo o papel um produto reciclável e com florestas de eucaliptos capturando CO_2 da atmosfera. A Suzano é uma empresa aderente aos critérios de ESG e deverá cada vez mais ser alvo de investidores que buscam esse tipo de empresa, como observado na emissão de *sustainability linked bonds* já comentada.

Trisul – TRIS3

A companhia vem divulgando resultados financeiros e operacionais nos últimos dois anos com a regularidade de um relógio suíço. Desde seu IPO, em 2007, reportou apenas um prejuízo – em 2010, de R$ 40 milhões. Essa consistência, acreditamos, deve-se à estratégia de incorporar em regiões nobres com alta densidade populacional e poder aquisitivo e de não atuar no segmento comercial e no Minha Casa Minha Vida (que depende de ações governamentais). Ou seja, atua nas melhores regiões, num dos melhores mercados do Brasil, e

focada em produtos que proporcionam adequada rentabilidade.

São terrenos com VGV de cerca de R$ 5 bilhões, sendo R$ 1,5 bilhão não contabilizados no balanço – por estarem amparados em contratos de compra e venda com cláusulas de rescisão unilateral. Isso significa que a companhia tem o direito de exploração de compra do terreno, mas só inicia o pagamento quando a execução de um projeto se torna viável. Essa estratégia, além de fomentar a demanda, reduz o risco da execução dos projetos – as regiões em quem a incorporadora atua dispõem de infraestrutura básica e têm baixo potencial de risco regulatório.

Esses fatores positivos refletem-se nos números operacionais dos últimos anos: a velocidade de vendas média (VSO) é de 23%, contra média de 14% do setor; menor ciclo de desenvolvimento de terrenos do segmento (cerca de 30 meses), fazendo que menos de 10% das obras concluídas fiquem em estoque (o que favorece seu capital de giro); e maior ROE médio do setor (em torno de 20%).

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20
Trisul - TRIS3											
Receita Líquida (R$ milhões)	**121**	**123**	**153**	**545**	**181**	**184**	**218**	**799**	**171**	**200**	**255**
Crescimento (% ano)					*50%*	*50%*	*42%*	*46%*	*-5%*	*9%*	*17%*
EBITDA (R$ milhões)	**21**	**25**	**31**	**108**	**38**	**36**	**56**	**186**	**39**	**45**	**61**
Margem (%)	*17,4%*	*20,4%*	*20,2%*	*19,9%*	*21,1%*	*19,4%*	*25,5%*	*23,3%*	*22,8%*	*22,7%*	*24,0%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**13**	**17**	**21**	**72**	**27**	**27**	**43**	**140**	**31**	**36**	**48**
Margem (%)	*10,7%*	*14,2%*	*13,8%*	*13,2%*	*14,7%*	*14,8%*	*19,5%*	*17,5%*	*18,1%*	*17,8%*	*18,9%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	**145**	**173**	**180**	**178**	**155**	**192**	**-177**	**-183**	**-101**	**27**	**65**
Alavancagem (x)	*1,8*	*1,9*	*1,7*	*1,6*	*1,2*	*1,4*	-	-	-	*0,1*	*0,3*
Market Cap (R$ milhões)	**436**	**351**	**349**	**599**	**687**	**961**	**1.857**	**2.855**	**1.353**	**2.226**	**1.998**
Valorização 12 meses					*57%*	*174%*	*432%*	*377%*	*97%*	*132%*	*8%*
EV (R$ milhões)	**596**	**522**	**553**	**816**	**904**	**1.163**	**1.733**	**2.721**	**1.303**	**2.302**	**2.110**
Variação EV 12 meses					*52%*	*123%*	*213%*	*233%*	*44%*	*98%*	*22%*

A evolução dos números financeiros também impressiona:

- crescimento de 47% no faturamento em 2019;
- evolução de margem EBITDA de 20% em 2018 para 23% em 2019, alcançando 24% no 3T20;
- a margem líquida saltou de 13,2% em 2018 para 17,5% em 2019 e quase 19% no 3T20.

A pandemia desenhou um contexto de "tempestade perfeita": seu crescimento foi brecado pelas restrições impostas a visitas a estandes de vendas e pelas dúvidas dos consumidores quanto aos próprios empregos, ou seja, à capacidade de assumir compromissos associados à compra de um imóvel. O 3T20, no entanto, marcou o início da sua recuperação: houve lançamento de três empreendimentos com VGV de R$ 249 milhões, as vendas brutas somaram R$ 267 milhões (37% acima do 2T20), o EBITDA ajustado ficou em R$ 61 milhões (alta de 34%) e o lucro líquido, em R$ 48 milhões (35% acima do 2T20).

O impacto negativo na margem bruta (que caiu de 38,1% no 3T19 para 35,6% no 3T20) veio do aumento dos custos de materiais de construção, principalmente aço e concreto. A companhia esperar reverter esse patamar à medida que o INCC (Índice Nacional da Construção Civil) passe a refletir essa nova inflação de preços, corrigindo os recebíveis performados da Trisul adequadamente e os preços praticados pelo mercado.

A companhia também divulgou seu *guidance* bienal de lançamentos: até o final de 2021, espera lançar entre R$ 2,8 bilhões e R$ 3,2 bilhões em VGV. Nos nove meses de 2020, a Trisul lançou R$ 568 milhões e, até o fim do ano, serão mais R$ 400 milhões aproximadamente. Isso significa que, considerada a mediana do intervalo do *guidance* de lançamentos, a Trisul poderá lançar mais de R$ 2 bilhões até o fim de 2021 – um salto de 60% sobre 2019.

Para saber mais sobre o histórico da companhia, fizemos uma descrição completa na carta de setembro.

A imagem a seguir mostra o empreendimento Oscar Ibirapuera, resultado de uma parceria entre a Trisul e o estúdio global de arquitetura Perkins and Will, inspirado nas obras do arquiteto Oscar Niemeyer.

Nos cinco anos até setembro de 2020, as ações TRIS3 tiveram retorno de 932%, contra 167% do índice Small Caps-SMLL e 110% do Ibovespa. Consideramos a relação risco vs. retorno da Trisul a melhor no universo das incorporadoras listadas na B3.

A Trisul integra nossa carteira Trígono Flagship Small Caps desde seu início em 23 de abril de 2018. Neste período, suas ações proporcionaram retorno de 301%, contra 86% do fundo e 39% do índice SMLL. A Trisul insere-se no universo *small caps* da Trígono com valor de mercado (em setembro) de R$ 2 bilhões e relativamente pouca cobertura por parte das corretoras de valores, apesar da liquidez diária média de R$ 20 milhões nos últimos 90 dias. Em set/19 a empresa realizou um *follow-on* (oferta primária de ações), captando R$ 405 milhões ao preço de R$ 10,00, reforçando sua estrutura de capital para alavancar seu crescimento mantendo sólida estrutura financeira.

Tronox Pigmentos – CRPG5 e CRPG6

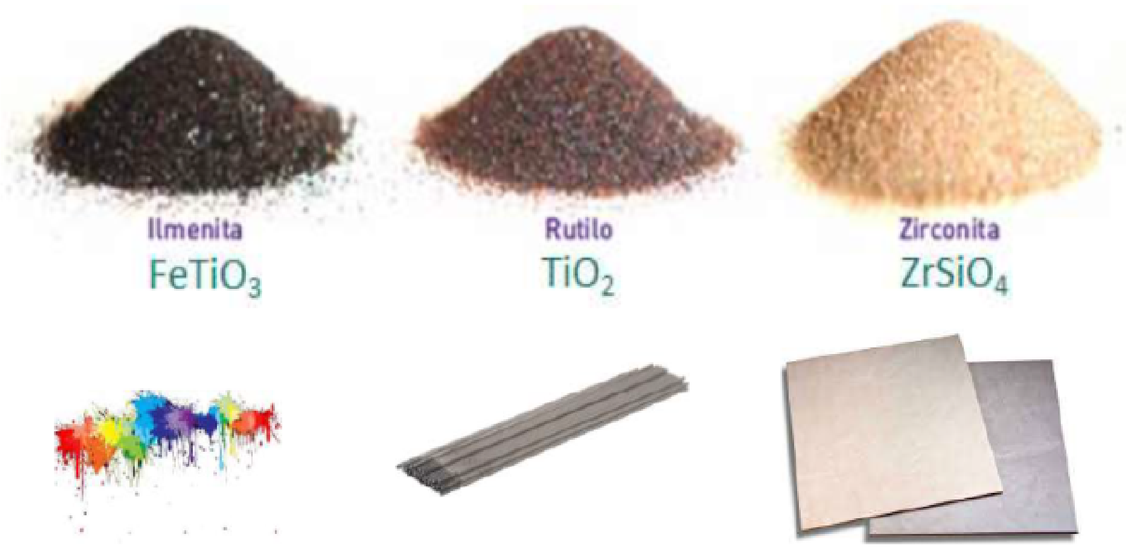
A empresa é a única produtora de dióxido de titânio (TiO_2) na América do Sul – região que importa 100% de seu suprimento do insumo, exceto pelo Brasil (entre 70% e 80%). Desta forma, seus preços seguem o mercado internacional, sendo a China um importante formador de preços e maior mercado mundial (também o maior exportador para o Brasil). As cotações em dólar tornam o TiO_2 uma *commodity* 100% associada ao exterior, embora especificações técnicas tendam a fidelizar os principais clientes (que não necessariamente buscam os menores preços.

Qualidade, padronização, assistência técnica e disponibilidade do produto sem risco de embaraços alfandegários ou problemas logísticos são vantagens da Tronox ao competir com importações (que ainda pagam 4% de

imposto). Assim, as receitas da empresa são 100% relacionadas ao câmbio e impactadas pelos preços internacionais e pelo volume de vendas. Além do TiO_2 a empresa comercializa minérios de titânio (ilmenita e rutilo) e zirconita (utilizada em materiais cerâmicos, azulejos e porcelanatos), dos quais é a única fornecedora no Brasil (que ainda importa cerca de 30% do que precisa).

No caso dos minérios de titânio, as vendas são para o exterior. Neste ano, a empresa encerra suas atividades de mineração, já tendo feito provisão para todas as despesas associadas e de caráter ambiental, como recomposição vegetal da área destinada à mineração formada por dunas na divisa entre os estados da Paraíba e do Rio Grande do Norte. Estoques de minérios garantem a continuidade das operações químicas na planta industrial da Bahia, próxima a Salvador, até 2023. Após o consumo dos estoques, a empresa deverá ser abastecida por minério produzido na África do Sul ou por escória de titânio (concentrado denominado *slag*), ambos produzidos pela controladora Tronox, maior empresa do mundo no segmento e 100% integrada na produção de minérios, produtos intermediários (*slag*) e produto final (TiO_2). Sua rival é a Chemours (divisão de TiO_2 da DuPont), que praticamente se iguala em capacidade do TiO_2, mas não integrada.

A *holding* Tronox é uma das três maiores produtoras mundiais de minérios de titânio e zirconita, provedora de tecnologia e todo apoio nas áreas comercial e suprimentos.



Em 2018 a Tronox vinha apresentando resultados satisfatórios em termos de rentabilidade, mas produzindo num ritmo de 24 horas/dia. Com o mercado de certa forma retraído e sofrendo concorrência de produtos chineses, a estratégia foi acumular estoques. Isso explica a redução do caixa líquido de R$ 106 milhões no 1T18 para R$ 58 milhões no final daquele ano, reportando margem líquida de 24,5% (que consideramos bastante interessante) e suas ações vinham refletindo esta dinâmica positiva.

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20
Tronox Pigmentos - CRPG5/6											
Receita Líquida (R$ milhões)	**144**	**133**	**182**	**636**	**146**	**152**	**145**	**589**	**145**	**78**	**227**
Crescimento (% ano)	*28%*	*15%*	*16%*	*12%*	*1%*	*15%*	*-20%*	*-7%*	*-1%*	*-49%*	*56%*
EBITDA (R$ milhões)	**31**	**40**	**56**	**172**	**29**	**27**	**56**	**133**	**19**	**25**	**82**
Margem (%)	*21,4%*	*29,8%*	*30,6%*	*27,1%*	*19,7%*	*17,6%*	*38,3%*	*22,7%*	*12,9%*	*32,3%*	*36,3%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**24**	**36**	**50**	**156**	**20**	**18**	**50**	**110**	**13**	**16**	**69**
Margem (%)	*16,6%*	*27,4%*	*27,3%*	*24,5%*	*13,6%*	*11,9%*	*34,3%*	*18,6%*	*9,2%*	*20,5%*	*30,6%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	**-106**	**-124**	**-70**	**-58**	**-28**	**-109**	**-178**	**-196**	**-97**	**-112**	**-206**
Alavancagem (x)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Market Cap (R$ milhões)	**464**	**476**	**654**	**790**	**921**	**765**	**796**	**755**	**590**	**689**	**620**
Valorização 12 meses					*98,5%*	*60,7%*	*21,7%*	*-4,4%*	*-35,9%*	*-9,9%*	*-22,1%*
EV (R$ milhões)	**358**	**352**	**584**	**732**	**893**	**656**	**618**	**559**	**493**	**577**	**414**
Variação EV 12 meses					*149%*	*86%*	*6%*	*-24%*	*-45%*	*-12%*	*-33%*

No entanto, em abril de 2019 a empresa comunicou ao mercado que a Tronox Corporation havia concluído a aquisição da Cristal Global (da qual a empresa brasileira fazia parte), após mais de um ano de processo sob aprovação de órgãos antitrustes na Europa e nos EUA. Como norma regulatória no Brasil, a Tronox fez uma oferta de aquisição de ações ON da empresa brasileira cujo *free float* (ações no mercado) representava apenas

1% do total (0,3% do capital da empresa), meramente protocolar e seguindo a legislação com preço equivalente a 80% do suposto preço pago pela Cristal.

Esse valor não foi determinado por laudo de avaliação – na verdade, desconhece-se como foi obtido –, e ainda está sob análise da CVM. Os investidores não entenderam a oferta e, pensando tratar-se de fechamento de capital, desfizeram-se das ações com preço até 30% abaixo no nível anterior, pré-*tag along*. Ao final do 2T19, isso causou uma queda de 17% em relação a março. Infelizmente, esse "entendimento" de que a Tronox estaria fechando o capital se deveu à falta de diligência (ou, com o perdão pela falta de filtros, ignorância) dos investidores sobre legislação societária. Mesmo consultorias de investimento que indicavam a compra das ações deixaram de acompanhar a empresa sem ao menos esclarecer devidamente clientes ou assinantes. Estes profissionais, parece-me, também não entenderam o que de fato se passou, uma OPA (oferta pública de ações), meramente protocolar, sem nenhum efeito prático.

Fato é que nada aconteceu, e a empresa seguiu normalmente suas atividades, sob "nova direção". Esta, diga-se, foi muito positiva: o controlador anterior, o grupo árabe-saudita Tasnee, pouco se interessava pelo que se passava no Brasil, limitando investimentos e sem ações em bolsa. Já a Tronox, corporação listada em bolsa, busca maximizar o retorno aos acionistas – e o Brasil é parte importante, talvez até a unidade mais rentável do grupo no mundo e grande geradora de caixa.

Por falar em caixa, este saltou de R$ 58 milhões no fim de 2018 para R$ 178 milhões no fim de 2019. As ações continuaram como água de poço, caindo 4,5% no ano. Em 2018 a empresa registrou ganho extraordinário de R$ 30 milhões de PIS e Cofins – o que "turbinou" seu EBITDA e seu lucro líquido neste montante.

No 1T20, a empresa sofreu o impacto da queda nas vendas devido à pandemia, e pouco se beneficiou da desvalorização cambial, que impactou as vendas de março. Mas quando os volumes caíram drasticamente, as exportações de ilmenita atenuaram a queda livre, e as receitas ficaram praticamente iguais às do ano anterior. No entanto, a empresa provisionou R$ 22 milhões para despesas futuras com gastos relativos ao meio-ambiente na planta química da Bahia – que já haviam sido acordados com os órgãos competentes durante a última renovação de licença ambiental em 2019, por sete anos até 2026. O montante exato deveria ser objeto de análises por parte de consultorias, que foram concluídas no trimestre, razão da provisão.

De qualquer forma, a empresa contabilizou esses R$ 22 milhões como despesa administrativa, reduzindo EBITDA e lucro antes do Imposto de Renda no mesmo valor. Ajustando tal despesa contábil como não recorrente, o EBITDA seria de R$ 41 milhões, com margem de 28%, ante R$ 29 milhões e 20% no 1T19 – e com

margem equivalente ao excelente ano de 2018. No 2T20, apesar do câmbio bastante favorável, o volume de vendas baixou drasticamente (e a venda de minérios – ilmenita e zirconita – foi irrelevante), o que explica receitas caindo quase pela metade, para R$ 78 milhões. O efeito câmbio manifestou-se e o EBITDA ficou em R$ 25 milhões, próximo aos R$ 27 milhões do 2T19, mesmo com receitas 49% menores – mas a margem de EBITDA foi a maior nos últimos três anos (ajustando o 3T19 pelo efeito não recorrente do PIS e Cofins), atingindo 32,3% e margem líquida de 20,2%; considerando-se a queda de quase 50% nas receitas, vemos isso como excelente.

Já no 3T20, podemos dizer que houve um verdadeiro salto quântico. Os volumes de vendas não foram ainda normalizados, mas o fator câmbio mostrou todo o seu vigor. As receitas de R$ 227 milhões representaram crescimento de 56% sobre o ano anterior. Creio que pouquíssimas empresas vivenciaram algo semelhante. O EBITDA atingiu R$ 82 milhões, o triplo da normalidade em 2019, e com margem recorde normalizada de 36,3%; a margem líquida foi igualmente recorde: 30,6%.

Mas essas receitas ainda foram impactadas pela pandemia, já que a cadeia de produção dos clientes não estava normalizada e não houve exportação de ilmenita (o que poderá ocorrer, no entanto, no 4T20). Desta forma, este último trimestre poderá ser ainda mais forte, tanto em receitas quanto em margens. A empresa poderá fazer uso do JCP para reduzir seu lucro tributável e ainda utilizar créditos fiscais de R$ 52 milhões de prejuízos fiscais a compensar. Ademais, possui 75% de redução de Imposto de Renda, por atuar em região incentivada até 2026 (renovável) para uma capacidade de produção de TiO_2 de 70 mil t/ano (embora com capacidade efetiva atual de 50 mil t/ano). A empresa é referência em gestão ambiental e, ao encerrar suas operações de mineração, 90% das áreas já estão recuperadas e em situação melhor até do que antes do início de suas atividades há 30 anos.

Reconhecimento

- Homenageada em 2019 pelo IBAMA como destaque por seu Processo de Recuperação da Áreas Mineradas

IBAMA 30 ANOS

Além da rentabilidade atingindo níveis recordes e (acreditamos) em expansão no 4T20, a Tronox apresenta posição financeira quase única entre as empresas listadas no Brasil, com ativo circulante de R$ 755 milhões, sendo R$ 238 milhões entre disponibilidade e adiantamento a fornecedores, contra um passivo circulante de apenas R$ 117 milhões. Os estoques estão contabilizados a custo histórico, e sua realização se dá em moeda estrangeira, embutindo grande margem de lucro (que, monetizada, poderá gerar mais R$ 300 milhões de caixa, considerando a venda de produtos acabados (vide a seguir).

Balanço Patrimonial - Ativo	30/09/2020	31/12/2019	Var. (%)
Circulante			
Caixa e equivalentes de caixa	196.692	195.564	1%
Títulos e valores mobiliários	7.379	9.246	-20%
Contas a receber de clientes	145.245	51.862	180%
Adiantamento de fornecedores	33.551	457	7242%
Estoques	318.355	319.085	0%
Tributos a recuperar	36.910	26.650	38%
Valores a receber de partes relacionadas	6.371	1.319	383%
Outros ativos	10.649	9.962	7%
Total do ativo circulante	**755.152**	**614.145**	**23%**

Balanço Patrimonial - Passivo e Patrimônio líquido	30/09/2020	31/12/2019	Var. (%)
Passivo Circulante			
Fornecedores	22.867	28.599	-20%
Passivos de arrendamento	3.562	4.001	-11%
Salários e encargos sociais	25.597	21.426	19%
Impostos, taxas e contribuições	25.397	4.796	430%
Valores a pagar a partes relacionadas	5.991	4.025	49%
Dividendos a pagar	1.611	5.577	-71%
Provisão para contingências e outras provisões	2.782	860	223%
Provisão para gastos para desmobilização da mina	12.709	23.552	-46%
Outros passivos	16.777	6.253	168%
Total do passivo circulante	**117.293**	**99.089**	**18%**

Estoques

Os estoques são avaliados ao custo médio de aquisição ou de produção, não excedendo o seu valor de mercado. Quando aplicável, uma provisão para perdas para estoques de baixa rotatividade, obsoletos ou quando há perspectiva de realização abaixo do custo é constituída.

	Tronox Pigmentos do Brasil S.A.	
	30/09/2020	31/12/2019
Produtos acabados	**186.472**	194.747
Produtos em elaboração	**52.164**	66.066
Matérias-primas e insumos	**58.444**	37.118
Importações em andamento (a)	**1.131**	1.288
Materiais de suprimento	**24.385**	24.106
Provisão para desvalorização e perdas (b)	**(4.241)**	(4.240)
	318.355	319.085

A grande questão é o que fazer com tanto caixa. A empresa possui ainda R$ 42 milhões de crédito de PIS e Cofins a receber, devendo ser monetizados nos próximos dois anos. Com o encerramento das atividades da mineração, a empresa deixa de ter uso de caixa para minerar, mas utiliza os estoques (produtos em elaboração

e matérias-primas e insumos) para produção de TiO_2, ou mesmo exportações de ilmenita e venda de zirconita no mercado interno, salientando ainda R$ 34 milhões de adiantamento a fornecedores. Desta forma o caixa deverá crescer substancialmente nos próximos anos. Estimamos que a substituição da ilmenita própria por importações poderá gerar um custo adicional de US$ 5 milhões anualmente, pouco representativo em relação à geração de caixa, sendo que 50% da fonte de titânio (*slag*) são importados sem que isso prejudicasse suas operações.

						Acumulado 3TRI		
(R$ mil)	**3T20**	**3T19**	**%**	**2T20**	**%**	**2020**	**2019**	**%**
Receita líquida	226.763	145.109	*56%*	78.015	*191%*	449.805	443.281	*1%*
Custo de vendas	(141.631)	(110.175)	*29%*	(54.067)	*162%*	(291.970)	(334.373)	*-13%*
Lucro bruto	85.132	34.934	*144%*	23.948	*255%*	157.835	108.908	*45%*
Margem bruta	**38%**	**24%**		**31%**		**35%**	**25%**	

Resta observar o destino deste caixa: poderá ser usado para pagar dividendos ou investir em expansão? A capacidade efetiva de 50 mil t poderá ser aumentada por eliminação de gargalos e/ou troca de equipamentos mais eficientes. Não descartamos eventual investimento em nova planta, por exemplo, já que o Brasil importa dois terços do TiO_2 que consume e a Tronox é a única produtora na América do Sul.

Na aquisição da Cristal, a Tronox foi obrigada a vender uma planta com 200 mil toneladas nos EUA. Acreditamos que o Brasil é o único país do mundo que comporta nova planta de grande escala, no caso da Tronox. Na África do Sul não há energia, embora exista minério. Na Europa, o mercado não só não cresce como já conta com várias plantas da Tronox. Os EUA são restritos pelos órgãos antitrustes. A Austrália possui minério, mas o mercado é muito pequeno e distante. A China é um mercado com muita competição e exportador e sempre com risco de "roubo" de tecnologia.

O Brasil poderia suprir sua própria demanda e a do mercado sul-americano, abastecido pelo minério da Tronox na África do Sul que não é vendido para concorrentes. Monetizaria, assim, um grande estoque para até 40 anos de consumo. Resíduos industriais do processo da fabricação do TiO_2, lançados em aterros e emissários submarinos até 2018, se transformaram em subprodutos oferecidos no mercado desde o ano passado, melhorando a gestão ambiental e gerando receitas para a companhia. Estudo da Du Pont Sustainable Solutions em escala global para o setor de TiO_2 colocou as atividades da então Cristal Pigmentos na Bahia e Paraíba como campeãs em segurança do trabalho, ambas com 97 pontos numa escala máxima de 100, e média de 60 pontos entre 325 operações pesquisadas, com a segunda e terceira colocadas com 81 e 75 pontos, aspecto importante no quesito ESG. A planta de Ashtabula (EUA) vendida pela Tronox teve apenas 54 pontos, e o grupo Cristal, ainda antes da aquisição pela Tronox, em média, 74 pontos (ajudado pela pontuação das operações no Brasil).

A queda no preço do gás, da energia elétrica e do ácido sulfúrico (os três principais custos após o minério) e o câmbio favorável tornarão o Brasil ainda mais competitivo, mesmo sem minério. A empresa conta com incentivo fiscal (75% de redução no Imposto de Renda) e poderia obter financiamentos de BNB e BNDES, além de incentivos do governo da Bahia. Mas esta é uma decisão dos controladores. Como acionistas, temos duas possibilidades: receber dividendos robustos ou permanecer investidos numa empresa que poderá ter grande crescimento mediante expansão e emprego de produtos de maior valor agregado para aplicações ambientais. Ou seja, ela também poderá enriquecer o *mix* de produtos com especialidades cuja tecnologia a controladora domina, além de desenvolver novas aplicações com maior valor agregado e qualidade, contando com tecnologia e suporte da matriz. Entre as várias possibilidades, o TiO_2 é usado para catalisadores neutralizadores de gases automotivos (para isso, o Brasil importa 100%) e industriais. O consumo *per capita* no Brasil (700 g) é muito baixo: na Europa, por exemplo, passa de 4 kg – dado que demonstra o grande potencial de crescimento do mercado brasileiro e embasa um investimento relevante no Brasil, tendo ainda todo o mercado sul-americano à disposição.

No fim de setembro o valor de mercado da Tronox (CRPG5) era de R$ 620 milhões, com liquidez diária média de R$ 338 mil em 90 dias. Nos cinco anos até 30/11/2020, suas ações subiram nada menos que 1.143%, contra 167% do índice Small Caps-SMLL, mesmo sofrendo com o movimento da oferta de *tag along* (como

dissemos, meramente protocolar), e com o efeito positivo do câmbio impulsionando somente em 2020, ainda não percebido pelo mercado.

Para finalizar, a Tronox Pigmentos foi eleita pela publicação *Valor 1.000* a melhor empresa do setor químico e petroquímico do Brasil em 2019, mesmo sem o efeito câmbio e competindo com grandes multinacionais do setor. Na combinação de indicadores que a levaram ao topo do *ranking* está a maior rentabilidade (que, em 2020, será muito maior). Destacamos o valor econômico (ou EV) de R$ 414 milhões, inferior ao valor comercial de seus estoques. Na bolsa de valores, continua solenemente ignorada e desconhecida. Vide resenhas de agosto (segunda parte) de 2020, com descrição mais detalhada da empresa, e de fevereiro de 2020, com relato de nossa visita à mina de titânio na Paraíba.

Tupy ON – TUPY3

Uma das maiores produtoras do mundo de blocos e cabeçotes de ferro fundido para a indústria automobilística (especialmente veículos comerciais e pesados), a Tupy vinha apresentando bom ritmo de crescimento nos últimos anos – e então chegou a pandemia. Foi uma das primeiras a interromper de forma preventiva suas atividades no início de março. A rentabilidade medida pelo EBITDA permaneceu entre 13,5% e 15%, exceto no 1T19, por fatores atípicos (houve algumas alterações e ajustes em suas plantas no México), mas retomando em seguida a normalidade. A margem líquida variou entre 4% e 6,7%. No 1T20, as receitas já sentiram o efeito negativo da paralisação em março; sendo que no 2T20 caíram pela metade. Ainda assim, a margem EBITDA entre janeiro e março mostrou-se robusta. O resultado líquido, no entanto, sofreu forte impacto de *hedge* cambial, devido à expectativa no fim de 2019 de valorização do real, resultado da reforma da Previdência e fluxo de capital estrangeiro ao país. Basicamente a empresa travara parte de suas receitas em moeda estrangeira até o fim do ano por determinada taxa de câmbio, assegurando as receitas mesmo com a desvalorização do dólar, pois mais de 85% delas são denominadas em moeda estrangeira.

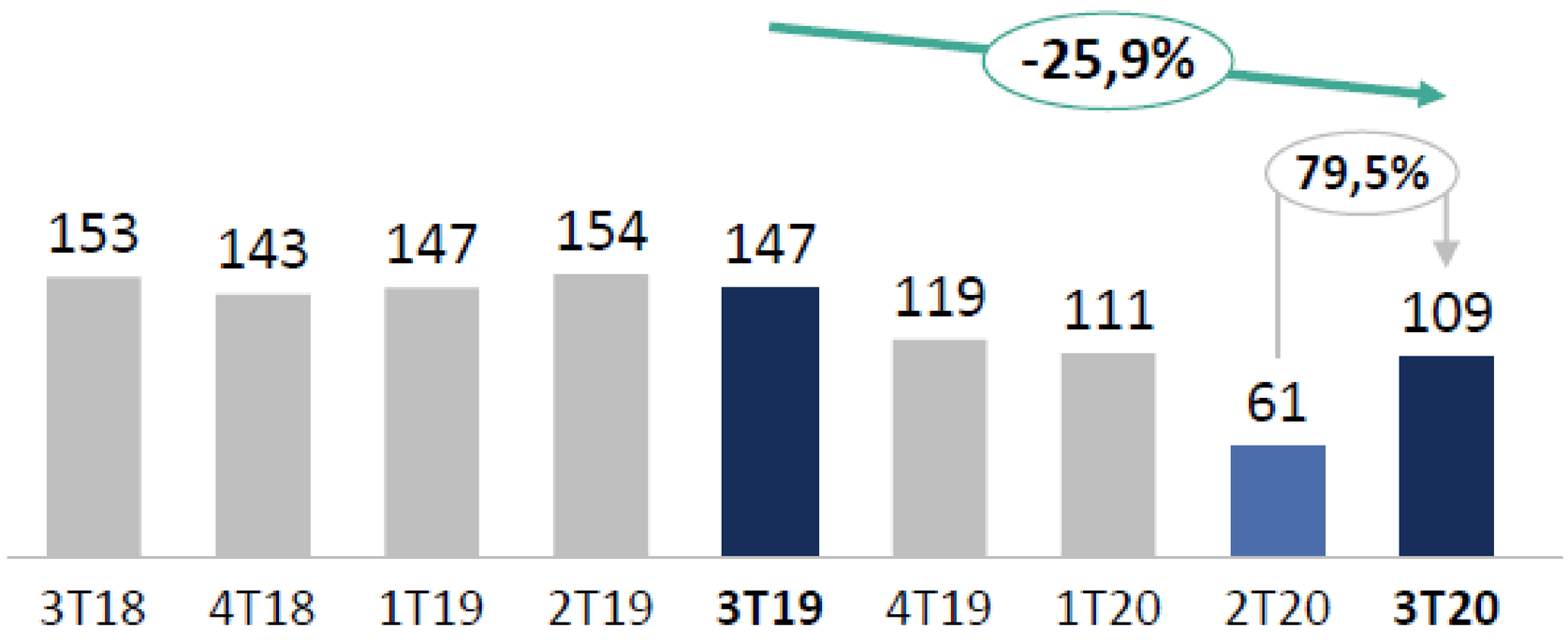
Imagem de robô manipulando molde de areia

O evento da covid-19, porém, alterou completamente o comportamento do real. A marcação a mercado de todo o "estoque" de *hedge* até o fim do ano resultou em despesas financeiras – apenas parte realizada, mas antecipando contabilmente a diferença cambial entre o *hedge* praticado e a taxa de mercado no montante de R$ 245 milhões (o impacto de fato no caixa da empresa foi de R$ 18 milhões). Ao longo do ano o saldo será

convertido em saída de caixa. Também houve despesas contábeis (não caixa) de R$ 55 milhões relacionadas a créditos junto à Eletrobras, cujo valor está relacionado ao preço das ações (que sofreram forte queda). Em termos de volume, a Tupy vendeu 24% menos que no 1T19, e ainda assim o EBITDA foi razoável: 9% acima do 4T19 e 20% acima do 1T19 (trimestre, como dissemos há pouco, atípico). O fato positivo foi que a paralisação das atividades permitiu à Tupy implementar melhorias que tornaram suas plantas mais eficientes (não seria possível com a produção em ritmo normal).

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1TT20	2T20	3T20
TUPY ON - TUPY3											
Receita Líquida (R$ milhões)	**1.059**	**1.218**	**1.316**	**4.828**	**1.281**	**1.404**	**1.339**	**5.163**	**1.092**	**645**	**1.250**
Crescimento (% ano)	*24%*	*33%*	*37%*	*30%*	*21%*	*15%*	*2%*	*7%*	*-15%*	*-54%*	*-7%*
EBITDA (R$ milhões)	**148**	**181**	**197**	**677**	**137**	**204**	**207**	**700**	**165**	**-2**	**257**
Margem (%)	*14,0%*	*14,8%*	*15,0%*	*14,0%*	*10,7%*	*14,6%*	*15,4%*	*13,6%*	*15,1%*	*-0,4%*	*20,6%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**57**	**48**	**89**	**272**	**80**	**59**	**66**	**279**	**-208**	**-83**	**128**
Margem (%)	*5,4%*	*4,0%*	*6,7%*	*5,6%*	*6,3%*	*4,2%*	*5,0%*	*5,4%*	*-19,0%*	*-12,8%*	*10,2%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	**806**	**897**	**782**	**682**	**890**	**921**	**899**	**639**	**1.235**	**1.383**	**1.170**
Alavancagem (x)	*1,5*	*1,4*	*1,4*	*1,0*	*1,3*	*1,6*	*1,3*	*0,9*	*1,7*	*2,7*	*2,1*
Market Cap (R$ milhões)	**2.410**	**2.569**	**2.922**	**2.904**	**2.612**	**2.931**	**2.517**	**3.647**	**1.889**	**2.792**	**2.501**
Valorização 12 meses					*8%*	*14%*	*-14%*	*25,6%*	*-28%*	*-5%*	*-1%*
EV (R$ milhões)	**3.216**	**3.466**	**3.704**	**3.586**	**3.502**	**3.852**	**3.416**	**4.286**	**3.124**	**4.175**	**3.671**
Variação EV 12 meses					*9%*	*11%*	*-8%*	*20%*	*-11%*	*8%*	*7%*

A tabela a seguir ilustra a evolução trimestral do volume de vendas em toneladas:



No 2T20, auge da paralisação da produção das montadoras, a Tupy reduziu seu volume de vendas em 60% sobre o ano anterior e ainda implementou uma série de medidas preventivas contra a pandemia, o que implicou despesas extraordinárias. Desta forma, o EBITDA ficou negativo em R$ 2 milhões, e houve prejuízo de R$ 83 milhões.

No 3T20, com a retomada gradativa das operações das montadoras e a volta da demanda por veículos de toda natureza, a Tupy apresentou o melhor trimestre de sua história, mesmo com um volume de vendas 26% inferior ao do 3T19. A desvalorização cambial, modificações nas plantas, aumento da participação de produtos de maior valor agregado – um *mix* mais rico, enfim, explicam boa parte destes resultados. O EBITDA de R$ 258 milhões proporcionou margem recorde de 20,6% e crescimento de 24% sobre o ano anterior, mesmo com volume vendido reduzido em um quarto, Isso fica ainda mais notável considerando que o nível de vendas do trimestre representou cerca de apenas 60% da capacidade, ou seja, há amplo espaço para crescer e diluir custos fixos. O lucro líquido de R$ 128 milhões não teve fatores extraordinários importantes, exceto o volume de vendas ainda muito aquém da normalidade, visto na tabela acima.

Em relação ao nível de endividamento, a situação da Tupy é confortável – em que pese o aumento da dívida líquida de R$ 639 milhões em relação a dez/19, equivalente a 0,9 vez o EBITDA do ano para 2,1 vezes em

set/20. No entanto, devido à dívida relativa ao *Eurobond* de US$ 350 milhões com vencimento em 2024, a variação cambial elevou o endividamento em R$ 546 milhões, explicando a maior parte deste aumento da dívida, ou seja, meramente contábil pelo efeito da taxa de câmbio. O EBITDA acumulado nos últimos 12 meses, R$ 572 milhões (R$ 700 milhões em 2019), causou a elevação no índice de alavancagem de 0,9 vez para 2,1 vezes – já comentando, ainda bastante confortável. Se multiplicarmos o EBITDA/3T20 por 4 (ou seja, anualizarmos o valor), o índice de alavancagem cairia para 1,1 vez, ainda que utilizando apenas 60% da capacidade, quase ao nível de dezembro do ano passado.

De forma preventiva, para assegurar liquidez, a empresa tomou R$ 740 milhões em novos financiamentos com vencimento entre dez/20 e set/21. Isso possibilitou uma posição de caixa de R$ 1,4 bilhão em set/20, cobrindo 84% de seu passivo circulante; destes, R$ 550 milhões de dívida – ou seja, o caixa cobria quase 3 vezes sua dívida de curto prazo. Desta forma, a estrutura financeira da empresa continua bastante sólida e com excedente de liquidez de R$ 850 milhões relativo às disponibilidades deduzidas da dívida de curto prazo.

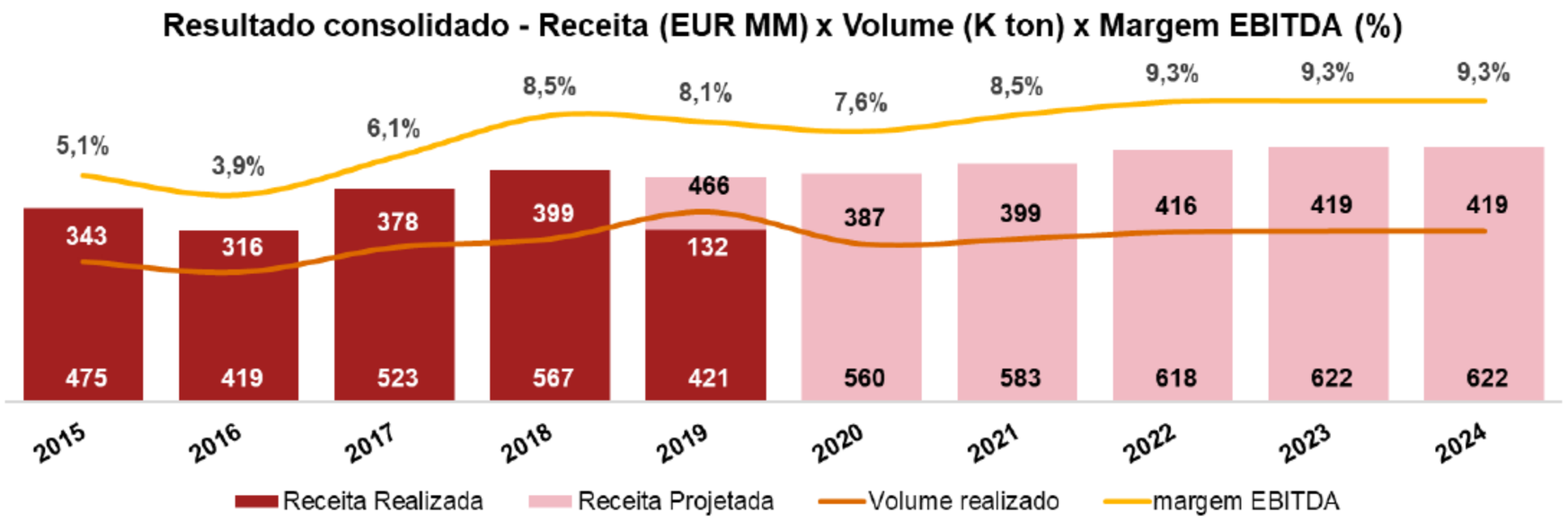
Para os próximos meses (para 2021 como um todo), sem novos problemas relacionados à pandemia que levem à paralisação de atividades das montadoras, a Tupy deverá apresentar resultados – receitas e margens de rentabilidade – bastante robustos. O fator câmbio terá um peso fundamental – afinal, mais de 85% de suas receitas são denominadas em moeda estrangeira, enquanto no Brasil os custos são quase a totalidade em moeda local, salvo algumas matérias-primas usadas na fundição. Desta forma, as exportações tornam-se bastante rentáveis, e a rentabilidade no Brasil superior à do México permite uma otimização da produção, já que existe certa flexibilidade para a empresa buscar a máxima racionalização da produção, maior eficiência e retorno do capital investido.

Com a sinalização vinda dos EUA de forte recuperação de alguns segmentos atendidos pela Tupy, as perspectivas são animadoras: o país representa mais de 60% de seu mercado. Investimentos em infraestrutura, construção, agronegócios e energia, como forma de o país estimular a economia, também deverão favorecer os negócios da empresa, ao lado da retomada da demanda de veículos como *pick-ups* e SUVs, e lançamento de novos produtos atendidos pela Tupy, como a linha F da Ford, líder há 40 anos consecutivos nos EUA, e a volta do modelo Bronco, também da Ford.

Além de todos estes fatores a nos deixar ainda mais otimistas, a aquisição (ainda em processo de aprovação pelos órgãos reguladores) da Teksid por € 210 milhões poderá quase dobrar a capacidade da Tupy adicionando mais 509 mil ton de fundidos aos 600 mil ton da Tupy. Os fatores a favor de resultados positivos para a Tupy aplicam-se em grande parte à Teksid: mesmo antes da pandemia, sua capacidade ociosa estava em 30% – é possível então crescer sem necessidade de investimentos em capacidade. Sinergias, melhores práticas e o potencial da atividade combinada das duas empresas devem gerar ainda mais valor para ambas, otimizando e racionalizando o uso das três plantas no México, duas no Brasil (Joinville e Betim), além da entrada na Europa via Portugal e Polônia e a JV na China, com acesso ao mercado mundial de veículos pesados.

As imagens a seguir foram obtidas do laudo de avaliação da Teksid produzido pela consultoria PWC, bem como o comentário. O valor da transação equivale a 15 vezes o lucro líquido da companhia em 2018, e a 4,9 vezes o múltiplo de EV/EBITDA estimado para 2019. A transação foi anunciada em 20 de dezembro do ano passado e, segundo a Tupy, os recursos para a aquisição estão assegurados. O valor acordado representa desconto em relação aos múltiplos de mercado e às transações realizadas. Caso a Teksid melhore suas margens, o desconto será ainda maior e poderá contemplar importantes sinergias que não entraram no cálculo do valor da transação.

A tabela abaixo demonstra os resultados históricos e projetados para a Teksid, sem incluir os potenciais ganhos com sinergias pela combinação das operações com a Tupy, com possibilidade de incremento de margem EBITDA para 14% da receita líquida.



Múltiplos de transação:

Ano	Adquirente	Adquirida	EV / EBITDA	Valor da transação
2008	Haldex	Concentric	7,2x	60 milhões GBP
2010	GKN	Getrag	5,7x	462 milhões USD
2012	Magna	Ixetic	7,0x	308 milhões EUR
2014	Hitachi Metals	Waupaca	6,2x	1,3 bilhões USD
2015	Magna	Getrag	8,8x	2,45 bilhões USD
2015	Johnson Electric	Stackpole	9,8x	800 milhões CAD
2015	Linamar	Montupet	8,8x	836 milhões EUR
2017	American Axle	Metaldyne	6,4x	1,6 bilhões USD
	Média		**7,5x**	
	Mediana		**7,1x**	

Múltiplos de mercado (Setembro 2019):

Empresa	EV/EBITDA
MARTINREA INTERNATIONAL INC	4,3x
TUPY SA	5,4x
DANA INC	7,4x
LINAMAR CORP	4,7x
SCHAEFFLER AG - PREF	6,1x
BORGWARNER INC	6,3x
Média	**5,7x**
Mediana	**5,8x**

A forte recuperação das margens de rentabilidade (em níveis nunca antes vistos, diga-se), perspectivas positivas de mercado, a taxa de câmbio como elemento catalisador nos resultados e a aquisição da Teksid em trâmites finais: o mercado praticamente ignora tudo isso, e o valor de mercado da Tupy estava, no final de setembro, no mesmo nível de um ano antes. Seu valor em dólar caiu 27%, de US$ 605 milhões (set/19) para US$ 443 milhões (set/20), praticamente o mesmo da aquisição das duas plantas mexicanas em 2012 (US$ 439 milhões), que representava 60% de sua capacidade na época da aquisição. Essas plantas, no entanto, já receberam numerosas melhorias e agora manufaturam produtos de maior valor agregado.

De forma bem simples: apenas considerando lucro e EBITDA do 3T20 e multiplicando-os por 4 (ou seja, anualizando os resultados), com efeitos da pandemia, produzindo a 60% da capacidade, a Tupy era precificada pelo mercado em cerca de 4,9 vezes o lucro líquido e um múltiplo de EV/EBITDA de 3,6 vezes – metade dos múltiplos de mercado, segundo a consultoria PWC (que avaliou a Teksid). Resta observar se a empresa manterá tais índices de rentabilidade e o novo patamar de receitas em condições normais de mercado.

No fim de setembro o valor de mercado da Tupy era R$ 2,5 bilhões, com liquidez diária média de R$ 21 milhões em 90 dias. A empresa integra nossa carteira Trígono Flagship Small Caps desde seu início, em 23 de abril de 2018. Nesse período, suas ações tiveram valorização de apenas 3,5%, contra 86% do fundo e 39% do índice SMLL. Consideramos a Tupy uma das empresas com maior potencial de valorização dentro do universo de investimentos da Trígono, sendo a concretização da aquisição da Teksid um dos eventos que podem despertar a atenção do mercado e ajudar a destravar o valor da companhia. Consideramos tanto sua gestão como a constituição de seus conselhos fatores que reforçam nossa confiança na empresa.

WLM – WLMM4

A empresa é uma das maiores concessionárias Scania do Brasil e do mundo, atuando nos estados do Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais e Pará. Supre vários segmentos, mas os destaques são agronegócio e mineração, além do setor logístico, que atende diversos outros. A Scania fabrica no Brasil produtos alinhados com o que a Suécia produz de mais moderno, e acaba de anunciar a aquisição de uma empresa chinesa, o que lhe dará acesso ao maior mercado de caminhões do mundo com produção local.

Além do negócio de concessionária de veículos, a WLM investe em fazendas e propriedades como reserva de valor, que podem ser monetizadas mediante venda ou parcerias. Na resenha de agosto (parte 2) oferecemos uma ampla discrição da WLM e da parceria realizada numa de suas propriedades dedicadas ao agronegócio (e que dará bons frutos em 2021 e 2022).

Como podemos observar a seguir, a WLM vem aumentando de forma significativa seus resultados operacionais. Em 2019 houve crescimento nas receitas (de 43%) e na margem EBITDA (de 2,9% para 5,4%). A Scania continua a investir no Brasil, mantendo seus produtos na ponta tecnológica, o que permite exportar para os mercados mais exigentes tanto em termos ambientais quanto de tecnologia.

Como concessionária, a WLM se beneficia de comercializar um produto demandado pelas empresas mais exigentes em termos de custos operacionais – incluindo manutenção, impacto ambiental, confiabilidade e valor de revenda. O preço de aquisição, entretanto, é superior ao de concorrentes como Volvo (tecnologicamente defasada) e Mercedes (que atualizou recentemente seus produtos no Brasil). A DAF (outra concorrente importante, componente do grupo Paccar) também está atualizando seus produtos – como a Volvo está fazendo (e isso deverá impactar os preços, tornando a Scania mais competitiva comercialmente, reduzindo a diferença entre seus preços e os da concorrência).

Em 2020, as restrições da produção devido à pandemia limitaram a oferta de produtos no Brasil. A Scania é também grande exportadora, o que determinou a queda nas receitas no 2T e 3T. Esperamos que o 4T mostre resultado superior aos dos dois trimestres anteriores, e até acima dos R$ 263 milhões de receitas do 4T19. O lucro líquido em 2019 refletiu a boa situação de mercado, crescendo 172% sobre 2018. Em 2020, em que pesem os efeitos do coronavírus, o resultado acumulado já é de R$ 58 milhões até setembro, quase se igualando a 12 meses em 2019. A margem líquida é crescente, e recorde no 3T, mesmo com vendas menores.

	1T18	2T18	3T18	2018	1T19	2T19	3T19	2019	1T20	2T20	3T20
WLM - WLMM4											
Receita Líquida (R$ milhões)	**146**	**177**	**184**	**752**	**188**	**262**	**363**	**1.076**	**201**	**197**	**242**
Crescimento (% ano)	*48%*	*36%*	*70%*	*54%*	*29%*	*48%*	*97%*	*43%*	*7%*	*-25%*	*-33%*
EBITDA (R$ milhões)	**4**	**0**	**9**	**22**	**10**	**14**	**19**	**60**	**14**	**17**	**27**
Margem (%)	*3,0%*	*0,1%*	*4,8%*	*2,9%*	*5,3%*	*5,3%*	*5,4%*	*5,5%*	*7,2%*	*8,4%*	*11,1%*
Lucro Líquido (R$ milhões)	**5**	**-1**	**7**	**16**	**7**	**9**	**14**	**50**	**10**	**10**	**19**
Margem (%)	*3,7%*	*-0,6%*	*3,6%*	*2,1%*	*3,5%*	*3,2%*	*3,9%*	*4,6%*	*4,7%*	*5,0%*	*7,7%*
Dívida Líquida (R$ milhões)	**-29**	**-40**	**-43**	**-30**	**-25**	**-35**	**-35**	**-22**	**-22**	**-89**	**-104**
Alavancagem (x)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Market Cap (R$ milhões)	**222**	**189**	**174**	**183**	**236**	**211**	**279**	**478**	**507**	**565**	**642**
Valorização 12 meses					*6,3%*	*11,6%*	*60,3%*	*161,2%*	*114,8%*	*167,8%*	*130,1%*
EV (R$ milhões)	**193**	**149**	**131**	**153**	**211**	**176**	**244**	**456**	**485**	**476**	**538**
Variação EV 12 meses					*9%*	*18%*	*86%*	*198%*	*130%*	*170%*	*120%*

Destacamos a posição de caixa líquido – que saltou de R$ 35 milhões no 3T19 para R$ 104 milhões no 3T20, mesmo com dois trimestres prejudicados pela pandemia. Com a Scania normalizando sua produção para aten-

der uma longa fila de espera (para alguns modelos, a fila vai até abril de 2021), a WLM não terá problemas em comercializar os veículos.

Para o 4T20 esperamos uma recuperação nas receitas, pois em outubro as vendas de caminhões da montadora saltaram 47% sobre setembro, uma evidencia da retomada da produção em ritmo mais intenso e da maior disponibilidade de produtos para as concessionárias. Em novembro, foram ainda melhores, com crescimento de 30% da produção de caminhões sobre o mesmo mês do ano passado e voltando aos melhores anos, como 2014.

A Scania exibe forte posição de mercado no agronegócio e na mineração, e é pioneira no Brasil na oferta de caminhões e ônibus movidos a gás natural (GNV) e biogás, com custos mais vantajosos e emissão de CO_2 e particulados menor que a dos veículos com motores diesel. Com a queda no preço do gás e intensificação do uso de biogás e GNV, a Scania poderá conquistar parcela importante do mercado, especialmente junto a empresas com compromissos sérios com o meio ambiente (como a mineradora Vale, um importante cliente) e particularmente no segmento de veículos para zonas urbanas – *delivery*, coletores de lixo, fretamento, ônibus etc. Estes motores também são menos ruidosos, fator importante no tráfego urbano.

Para 2021 esperamos forte crescimento nas receitas da WLM, bem como na importância dos negócios agro-pecuários após a parceria. Os principais produtos são soja, milho e pecuária, todos com situação de mercado e preços muito favoráveis. No final de setembro o valor de mercado da WLM (WLMM4) era de R$ 642 milhões, com liquidez diária média de R$ 38 mil em 90 dias. É a empresa de menor liquidez nos fundos da Trígono. Nos últimos cinco anos até 30/09/2020, suas ações subiram 214%, contra 167% do índice Small Caps-SMLL.

Chegamos ao fim desta longa refeição. Espero que nossos queridos investidores estejam satisfeitos com nossos temperos, ainda que muitos possam parecer exóticos. Mas o que seria da pimenta se o sal fosse o único condimento?

Desejamos que estejam satisfeitos, mas não saciados: há ainda muito mais vindo por aí.

Atenciosamente, e muito grato por estarem conosco,

Werner Roger - chef

Gabriela Carvalho et Yuhzô Breyer - assistants

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, as quais podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.

Trígono CAPITAL

www.trigonocapital.com
Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07 | 04711-130 - São Paulo – SP - Brasil